

证券

2021年05月18日

行业 ROE 持续上行，头部效应凸显

——上市券商 2020 年报及 2021 一季报综述

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

龚思匀（联系人）

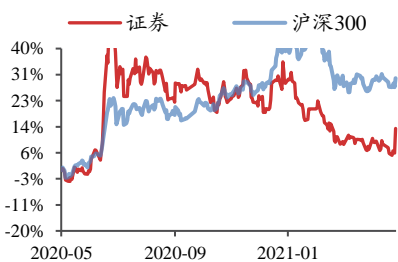
gaochao1@kysec.cn

gongsiyun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120110033

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《证券行业 2021 年中期投资策略-左侧布局时点已至，财富管理转型正当时》-2021.5.9

《交易所发布退市新规点评-加大市场出清力度，利于股市优胜劣汰》-2020.12.14

《证券行业 2021 年度投资策略-改革造良机，转型助发展》-2020.12.4

● 左侧布局时点已至，直接融资扩张趋势不改，ROE 有望持续上行

2020 年 9 月开始券商持续跑输大盘，交易端四大原因是主要边际催化因素，背后本质原因是估值与 ROE 不匹配，目前头部券商估值已回到匹配位置，与头部银行接近，券商左侧布局时点到来。中长期看，直接融资扩容趋势不改，机构化趋势延续，券商财富管理、资产管理、机构业务和投行业务持续增长可期，轻资本业务扩张有望驱动 ROE 持续上行，头部券商表现将更强。预计上市券商 2021-2023 年净利润分别 +13.3%/+21.1%/+18.2%，ROE 分别为 8.33%/9.05%/9.68%，维持行业“看好”评级。三条主线选择受益标的：（1）继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；（2）资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券、广发证券、东方证券有所受益；（3）低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H股)有所受益。

● 各项业务全面增长，ROE 延续上行趋势

2020 年和 2021Q1 40 家上市券商合计净利润分别为 1456/422 亿元，同比分别 +34%/+27%，年化 ROE 分别为 8.35%/8.95%，同比增速分别为 19.8%/9.3%，盈利能力持续提升。券商各业务板块实现全面增长，手续费型业务占比从 2019 年的 42.8%提升至 2021Q1 的 49.2%，财富管理初见成效，客需型业务驱动金融资产快速提升，轻资本业务占比提升下，利于券商 ROE 持续提升，增强抗市场风险干扰能力。

● 手续费业务：财富管理初见成效，Q1 资管业务收入快速增长

（1）**经纪**：市场活跃度大幅提升，财富管理转型提速，2020 年券商代销金融产品收入大幅增长，Q1 或是代销收入支撑经纪业务收入增速，未来有望成为经纪业务持续增长驱动力。（2）**投行**：IPO 业务整体趋严，质量要求不断提升，全面注册制稳步推行，未来 IPO 增速或将放缓。（3）**资管**：去通道影响逐渐减弱，集合规模增速持续扩张，Q1 上市券商资管业务增速高达 34.7%，财富管理大时代下，资管业务迎来机遇。

● 资金型业务：金融资产和两融持续扩张，驱动杠杆率持续上行

（1）**股市波动下，客需和直投业务成为头部券商投资收入重要驱动**。市场波动下，衍生品业务需求增加，2020 年及 2021Q1 债券交易、场外衍生品等客需型业务大幅增长，2021 年 2 月末，收益互换和场外期权存续名义本金规模分别达 5876 亿/8119 亿，较年初分别 +13%/+7%，衍生品业务扩张驱动券商金融资产持续增长。（2）**两融规模持续扩张，融券规模发展迅速**。两融规模大幅扩张，2021 年 4 月末两融规模达 1.7 万亿，较年初 +2%，两融余额占流通市值比重达 2.54%；融券余额达 1517 亿，较年初 +11%，占两融比重达 9%，未来两融规模增速有望持续增长，驱动利息净收入保持上行。

● **风险提示**：政策落地不及预期；市场竞争不断加剧，券商财富管理市占率增长不及预期

目录

1、 ROE 延续上行趋势，各项业务全面增长.....	4
1.1、 总量：上市券商 ROE 保持上行，各业务全面增长.....	4
1.2、 结构：经纪和投行业务占比提升.....	6
1.3、 比较：头部券商 ROE 领先，资产扩表能力突出.....	8
2、 各板块业务全面增长，财富管理转型初见成效.....	11
2.1、 经纪：财富管理转型初见成效，代销和席位收入快速增长.....	11
2.2、 投行：IPO 增速或将放缓.....	14
2.3、 资管：规模扩张驱动资管业务收入上行.....	17
2.4、 投资：权益资产快速增长，客需业务成主要驱动力.....	18
2.5、 资本中介：两融规模大幅增加.....	23
3、 盈利预测：预计 2021 年上市券商净利润同比+13.3%.....	25
4、 投资建议：行业 ROE 有望持续上行.....	26
5、 风险提示.....	27

图表目录

图 1： 2020 年和 2021Q1 券商业绩延续增势.....	4
图 2： 2021Q1 券商 ROE 持续上行趋势.....	4
图 3： 2020 年上市券商减值计提有所增加.....	5
图 4： 上市券商杠杆率持续上行.....	6
图 5： 经纪和投行业务占比提升.....	6
图 6： 融出资金占比持续提升，成资产扩表主力.....	8
图 7： 沪综指和深综指换手率持续提升.....	11
图 8： 2020 年日均股基成交额同比+62.0%.....	11
图 9： 上市券商平均佣金率加速下行.....	12
图 10： 头部券商创业板 IPO 储备量靠前.....	16
图 11： 科创板 IPO 项目储备集中于头部券商.....	16
图 12： 2020 年头部券商 IPO 承销规模占比呈上升趋势.....	17
图 13： 2020 年头部券商核心债承销规模占比呈上升趋势.....	17
图 14： 2020 年头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势.....	17
图 15： 2020 年末券商集合资管规模同比+6.7%.....	18
图 16： 2020 年和 2021Q1 上市券商资管收入同比+23.8%/34.7%.....	18
图 17： 2020 和 2021Q1 金融工具投资收益率同比有所下滑.....	19
图 18： 2020 年和 2021Q1 金融资产规模持续提升.....	19
图 19： 2020 年权益类资产大幅扩张.....	20
图 20： 2020 年中证综合债涨幅下降.....	20
图 21： 场外衍生品快速增长.....	20
图 22： 上市券商买入返售金融资产规模持续下降.....	24
图 23： 两融规模快速扩张.....	24
图 24： 融券余额及占比大幅增长.....	24
图 25： 2020 年负债成本下降较多，Q1 略有回升.....	25
图 26： 目前券商板块 PE 估值低于历史中枢.....	27

表 1: 2020 年和 2021Q1 券商业绩持续增长.....	4
表 2: 头部券商投资和资管业务收入占比较高.....	7
表 3: 头部券商 ROE 高于行业平均	9
表 4: 头部券商资产扩表能力突出, 杠杆率增速优于行业平均.....	10
表 5: 头部券商经纪业务结构多元化	12
表 6: 头部券商机构客户保证金占比不断提升.....	13
表 7: Q1 IPO 增速放缓.....	14
表 8: 头部券商稳居 IPO 行业前列	14
表 9: 头部券商 IPO 储备量整体靠前	15
表 10: 2020 前三季度核心债承销规模前三: 中信建投、中信证券、国泰君安	16
表 11: 中金公司、招商证券、中信证券主动管理规模增长明显	18
表 12: 2020 年券商 PE 子公司净利润延续增长势头	21
表 13: 2020 年券商另类子公司净利润快速增长.....	21
表 14: 金融工具投资收益率分化明显	21
表 15: 金融资产配置结构和投资能力影响投资回报率.....	22
表 16: 券商短久期有息负债占比提升明显.....	25
表 17: 中性假设下, 预计上市券商 2021 年净利润同比+13.3%.....	25
表 18: 受益标的估值表	27

1、ROE 延续上行趋势，各项业务全面增长

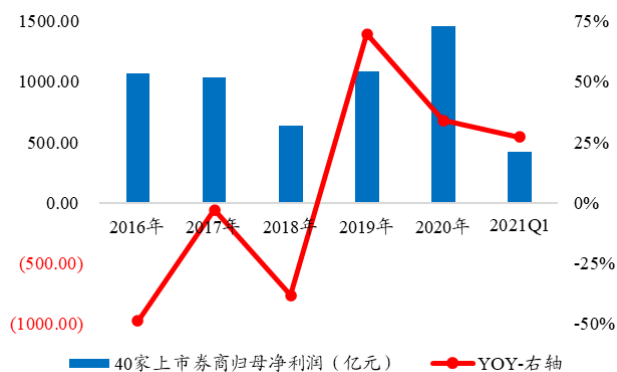
1.1、总量：上市券商 ROE 保持上行，各业务全面增长

券商 ROE 延续上行趋势，盈利能力持续提升。2020 年注册制背景下，市场活跃度大幅提升，券商业务全面受益。2020 年和 2021Q1 40 家上市券商合计净利润分别为 1456/422 亿元，同比分别+34%/+27%，年化 ROE 分别为 8.35%/8.95%，同比分别+19.8%/+9.3%，盈利能力持续提升。

2020 年券商各板块业务收入全面增长，经纪和投行成业绩驱动主力。2020 年市场活跃度大幅提升，经纪业务收入同比+53.7%。注册制背景下，2020 年 IPO 承销规模同比大增，驱动投行业务收入同比+39.4%。利息净收入、资管收入、投资收入分别同比+26.7%/+23.8%/+15.4%，各业务实现全面增长。成本端 2020 年上市券商管理费同比+19.2%，管理费率同比下降 3.5pct。券商减值准备计提加大，2020 年同比+64%，一定程度拖累净利润增长。

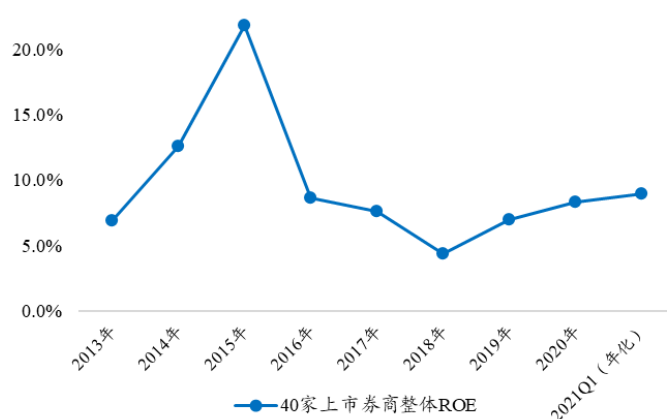
2021Q1 净利润增长符合预期，各业务延续增势。2021Q1 上市券商净利润同比+27.3%，整体符合我们预期，年化 ROE 达 8.95%，较年初+0.6pct，盈利能力持续提升。各业务延续增势，资管和投行同比分别+34.7%/+34.2%，市场活跃度同比提升，利息净收入和经纪业务同比+23.2%/+14.6%，各业务全面增长。

图1：2020 年和 2021Q1 券商业绩延续增势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021Q1 券商 ROE 持续上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2020 年和 2021Q1 券商业绩持续增长

40 家上市券商合计	2020 年			2021Q1		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	1140	53.7%	25.9%	314	14.6%	28.1%
投行业务	580.44	39.4%	13.2%	120.56	34.2%	10.8%
资管业务	389.17	23.8%	8.8%	114.51	34.7%	10.3%
投资业务	1,578	15.4%	35.8%	352	15.8%	31.5%
利息净收入	533.93	26.7%	12.1%	143.83	23.2%	12.9%
其他业务净收入	182.18	1.7%	4.1%	71.50	31.2%	6.4%
调整后营业收入	4,404	28.0%	100%	1,116	20.8%	100%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

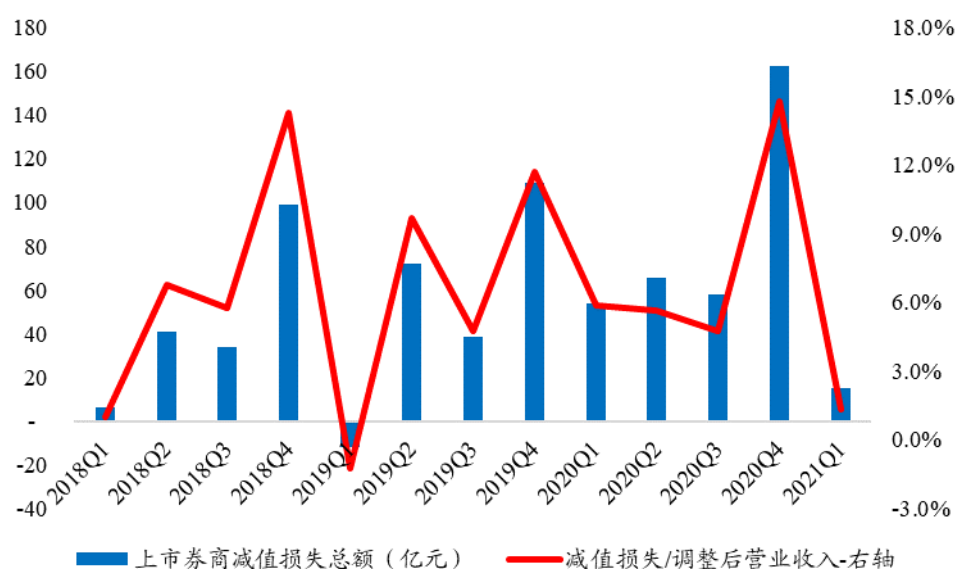
其他业务收入	965	17.5%		324	63.2%	
营业收入合计	5,187	27.0%		1,368	28.2%	
营业税金及附加	31.17	29.6%	1%	7.99	12.4%	1%
管理费用	2102.74	19.2%	48%	547.76	28.9%	49%
信用减值及其他 资产减值损失	340	64.2%	7.7%	15	-72.2%	1.3%
其他业务成本	783.03	21.9%	18%	252.04	75.3%	23%
营业支出	3256.67	23.5%	74%	822.80	30.6%	74%
营业利润	1,930	33.5%	44%	545	24.7%	49%
净利润	1504.89	34.5%	34%	437.09	29.9%	39%
归母净利润	1455.66	34.0%	33%	422.32	27.3%	38%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：投资业务收入=投资收益+公允价值变动损益；调整后营业收入=营业总收入-其他业务成本；

其他业务收入=营业总收入-调整后营业收入；其他业务净收入=其他业务收入-其他业务成本。

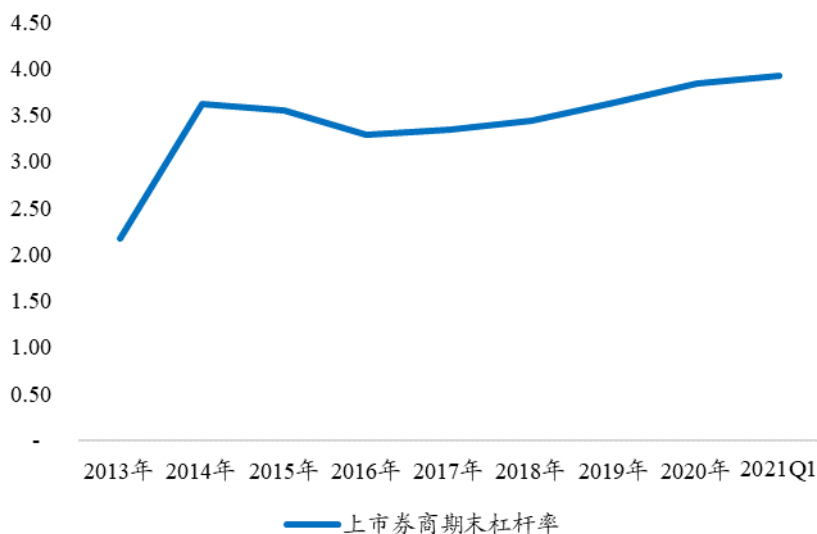
图3：2020年上市券商减值计提有所增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：减值损失总额=资产减值损失+信用减值损失

行业杠杆率持续上行，两融及客需型业务驱动券商扩表速度加快。上市券商2021Q1末杠杆率3.92，同比+7.3%，较年初+2.3%。2020年以来市场活跃度明显提升，两融余额高速增长，同时Q1市场波动加大，客需性业务驱动券商扩表速度加快。

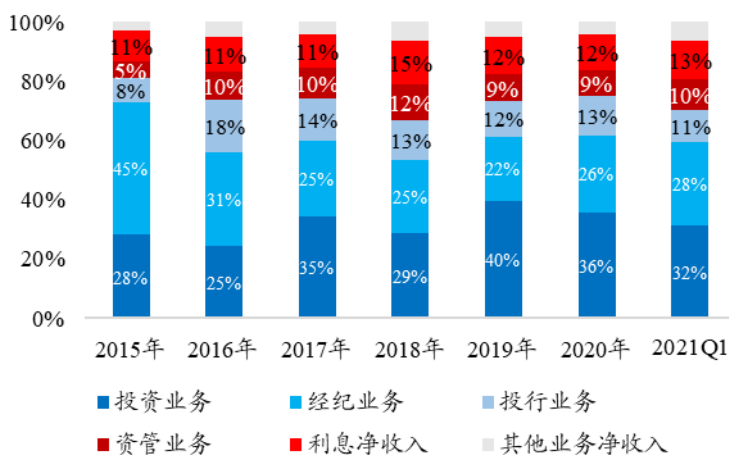
图4：上市券商杠杆率持续上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=（期末总资产-期末代理买卖证券款）/期末净资产

1.2、结构：经纪和投行业务占比提升

投资业务占比持续下降，经纪业务占比明显提升。2020年和2021Q1，投资业务占比持续下降，从2019年的40%下降至32%，仍为第一大收入来源；经纪业务占比保持提升，2021Q1提升至28%，Q1利息净收入和资管业务占比较年初均提升1pct。

图5：经纪和投行业务占比提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类业务净收入占比的分母为扣除其他业务成本后的“调整后营业收入”。

头部券商投资和资管业务收入占比较高，大投资和大资管优势明显。与上市券商平均水平相比，2020年头部券商（TOP6：中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券和招商证券，下同）投资和资管收入占比分别为36%/14%，均高于行业平均，华泰证券和国泰君安投资收入占比达超45%，广发证券资管收入占比31%。头部券商大投资和大资管业务优势明显，经纪、投行收入占比均低于行业平均。

中小券商经纪和投行业务收入占比较高，部分券商投行和资管业务突出。非 TOP6 券商经纪业务收入占比 33%，比行业平均高出 5 个百分点，投行业务收入占比 12%，高于行业平均。市场活跃度提升下，中小券商经纪业务弹性较高，占比快速提升，太平洋、华西证券、方正证券经纪业务收入占比超 50%，注册制下，部分券商投行业务快速增长，中原证券、浙商证券、国金证券投行业务收入占比远高于行业平均水平；公募时代下，部分参控股基金公司的券商资管收入占比较高，第一创业资管业务收入占比 56%，东方证券资管业务收入占比 31%。

表2：头部券商投资和资管业务收入占比较高

40 家上市券商平均	投资业务	经纪业务	投行业务	资管业务	利息净收入	其他业务净收入
上市券商平均	32%	28%	11%	10%	13%	6%
TOP 6 券商平均	36%	23%	9%	14%	13%	5%
中信证券	29%	26%	12%	20%	8%	5%
海通证券	34%	15%	14%	10%	19%	9%
华泰证券	47%	21%	11%	8%	11%	1%
国泰君安	46%	23%	7%	5%	15%	4%
广发证券	25%	24%	2%	31%	15%	3%
招商证券	41%	33%	7%	5%	9%	5%
申万宏源	47%	25%	7%	6%	11%	5%
中信建投	30%	34%	20%	5%	7%	3%
中国银河	28%	38%	2%	3%	26%	4%
国信证券	26%	45%	12%	2%	13%	3%
东方证券	18%	24%	10%	31%	10%	7%
财通证券	19%	24%	15%	25%	16%	1%
兴业证券	23%	20%	6%	1%	9%	41%
长江证券	15%	48%	13%	3%	17%	3%
华西证券	8%	50%	15%	2%	24%	1%
国金证券	24%	30%	23%	2%	18%	3%
东兴证券	8%	33%	19%	6%	34%	1%
华安证券	12%	40%	8%	13%	22%	4%
西南证券	56%	24%	7%	1%	10%	1%
东吴证券	31%	32%	13%	3%	16%	5%
方正证券	14%	52%	5%	3%	22%	4%
东北证券	37%	29%	9%	4%	3%	18%
长城证券	39%	32%	16%	2%	8%	3%
浙商证券	23%	30%	26%	5%	9%	8%
国元证券	5%	29%	15%	2%	48%	1%
南京证券	2%	35%	10%	1%	49%	4%
西部证券	41%	33%	6%	0%	9%	10%
光大证券	-5%	42%	23%	7%	25%	8%
第一创业	-9%	28%	15%	56%	1%	9%
山西证券	50%	30%	11%	8%	0%	1%
国海证券	39%	26%	5%	7%	0%	23%

太平洋	-28%	89%	7%	11%	17%	3%
华林证券	27%	33%	10%	2%	26%	1%
天风证券	40%	32%	27%	20%	-24%	5%
中原证券	22%	29%	32%	1%	9%	7%
红塔证券	85%	10%	2%	6%	-6%	3%
中银证券	2%	37%	5%	24%	31%	1%
中金公司	47%	25%	16%	6%	-3%	9%
国联证券	36%	27%	18%	4%	12%	3%
中泰证券	16%	42%	11%	4%	21%	6%

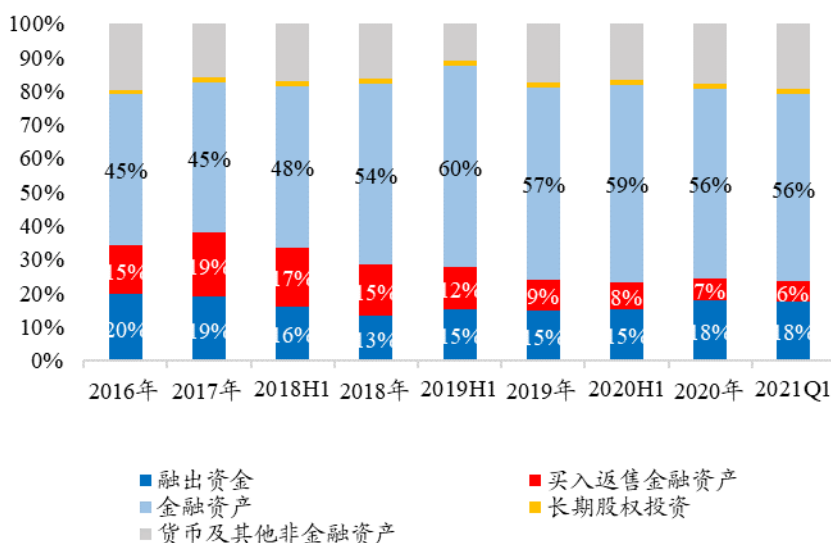
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）各类业务净收入占比的分母为扣除其他业务成本后的“调整后营业收入”。

（2）头部券商包括：中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、招商证券

资产端结构：两融规模占比持续提升。从上市券商资产结构看，资产扩表主要来自两融和金融资产的快速扩张，2020年末上市券商融出规模占比从中期的15%提升至18%，较年初+45%，金融资产同比+20%，占比有所回落，同比-1pct。买入返售规模持续压降，2020年同比-12%，占比下跌至6%，主要是股票质押规模持续回落。

图6：融出资金占比持续提升，成资产扩表主力



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类资产占比以扣除代买卖证券款后的总资产作为分母。

1.3、比较：头部券商 ROE 领先，资产扩表能力突出

净利润：中信证券稳居行业龙头。2020年行业归母净利润排名前六分别为中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券和中信建投，中信证券归母净利润达149亿元，同比+22%，高出第二名34%。国泰君安净利润从2019年的行业排名第四跃升至行业第二，同比+28.8%。

业绩增速：2020年中小券商业绩增速较高，2021Q1头部券商业绩增速靠前。2020年，券商整体业绩高增，中小券商弹性更大，净利润增速高于头部券商，其中光大

证券和兴业证券净利润同比+311%/+127%。2021Q1 股市波动加大，头部券商业绩稳定性更强，业绩增速高于行业平均，6 家头部券商净利润同比+45%，其中国泰君安 Q1 净利润同比+341%。

ROE：头部券商普遍优于行业平均，Q1 头部券商年化 ROE 站上 10%。得益于资产扩表能力（杠杆率高于行业平均），Top 6 券商平均 ROE 水平在 2020 年和 2021Q1 均优于行业均值，其中广发证券 2020 年 ROE 超过 10.0%，2021Q1 头部券商平均年化 ROE 达 10.6%；中小券商中，中信建投投行业务突出，2020 年 ROE 达 15.3%，华林证券和中金公司 2020 年 ROE 分别为 14.3%/12.0%，行业排名领先。

表3：头部券商 ROE 高于行业平均

40 家上市券商	2019 年			2020 年			2021Q1		
	归母净利润 (亿元)	YOY	ROE	归母净利润 (亿元)	YOY	ROE	归母净利润 (亿元)	YOY	ROE
上市券商合计	1086.66	69.8%	6.97%	1455.66	34.0%	8.35%	422.32	27.3%	8.95%
头部券商平均	542.12	55%	7.8%	672.52	24%	8.8%	216.56	45%	10.63%
中信证券	122.3	30.2%	7.77%	149.0	21.9%	8.68%	51.6	26.7%	11.24%
国泰君安	86.4	28.8%	6.62%	111.2	28.8%	8.09%	44.1	141.6%	12.66%
海通证券	95.2	82.7%	7.81%	108.8	14.2%	7.78%	36.2	58.5%	9.34%
华泰证券	90.0	78.9%	7.97%	108.2	20.2%	8.60%	33.1	14.6%	10.14%
广发证券	75.4	75.3%	8.55%	100.4	33.2%	10.60%	25.4	22.7%	10.24%
中信建投	55.0	78.2%	10.56%	95.1	72.8%	15.30%	17.2	-11.7%	10.05%
招商证券	72.8	64.6%	8.79%	94.9	30.3%	9.95%	26.1	45.3%	9.79%
申万宏源	57.4	37.9%	7.52%	77.7	35.4%	9.05%	24.3	22.3%	10.87%
中国银河	52.3	81.1%	7.64%	72.4	38.5%	9.52%	19.9	13.2%	9.38%
中金公司	42.4	21.4%	9.37%	72.1	70.0%	12.02%	18.8	46.9%	10.23%
国信证券	49.1	43.4%	9.04%	66.2	34.7%	9.65%	16.8	18.3%	8.25%
兴业证券	17.6	1202.2%	5.27%	40.0	127.1%	11.09%	12.0	340.6%	12.49%
东方证券	24.4	97.8%	4.61%	27.2	11.8%	4.77%	11.8	44.7%	7.74%
中泰证券	22.5	122.9%	6.86%	25.3	12.3%	7.52%	6.7	-11.3%	7.94%
光大证券	5.7	449.7%	1.20%	23.3	311.0%	4.67%	7.0	-36.9%	5.29%
财通证券	18.7	128.7%	9.14%	22.9	22.3%	10.23%	4.5	130.7%	7.63%
长江证券	16.7	547.7%	6.11%	20.9	25.2%	7.31%	7.0	64.5%	9.54%
华西证券	14.3	69.4%	7.53%	19.0	32.7%	9.28%	3.2	-14.4%	5.97%
国金证券	13.0	28.5%	6.46%	18.6	43.4%	8.63%	4.8	0.1%	8.41%
东吴证券	10.4	189.4%	5.05%	17.1	64.6%	6.99%	4.2	14.1%	6.08%
浙商证券	9.7	31.3%	6.79%	16.3	68.2%	9.51%	4.2	31.9%	8.61%
东兴证券	12.2	21.1%	6.11%	15.4	26.1%	7.43%	2.5	-19.0%	4.72%
长城证券	9.9	69.4%	5.93%	15.0	51.3%	8.58%	3.0	-17.7%	6.67%
红塔证券	8.4	116.7%	6.79%	14.1	68.7%	10.17%	2.3	-51.7%	6.44%
国元证券	9.1	36.4%	3.70%	13.7	49.8%	4.92%	3.3	18.0%	4.30%
东北证券	10.1	234.2%	6.58%	13.3	32.4%	8.27%	3.4	1.4%	8.04%
华安证券	11.1	100.2%	8.59%	12.7	14.4%	9.12%	1.8	-44.2%	4.85%
西部证券	6.1	204.4%	3.48%	11.2	83.1%	5.12%	2.6	3.0%	4.00%

方正证券	10.1	52.4%	2.64%	11.0	8.8%	2.81%	8.9	134.5%	8.89%
西南证券	10.4	359.4%	5.46%	10.9	4.7%	4.88%	2.5	21.5%	3.91%
中银证券	8.0	13.2%	6.44%	8.8	10.6%	6.37%	2.6	-19.6%	6.91%
第一创业	5.1	312.6%	5.75%	8.1	58.4%	7.08%	0.1	-94.1%	0.40%
华林证券	4.4	28.1%	9.39%	8.1	84.0%	14.31%	1.8	10.6%	12.05%
南京证券	7.1	206.2%	6.55%	8.1	14.1%	6.02%	1.8	-23.5%	4.45%
山西证券	5.1	130.1%	4.07%	7.5	47.2%	5.08%	1.3	-38.5%	3.18%
国海证券	4.9	566.8%	3.54%	7.3	48.7%	4.47%	1.7	-42.1%	3.75%
国联证券	5.2	930.6%	6.63%	5.9	12.8%	6.30%	1.6	-31.4%	5.90%
天风证券	3.1	1.6%	2.52%	4.5	47.8%	3.08%	0.9	10.5%	2.03%
中原证券	0.6	-11.5%	0.59%	1.0	79.1%	0.91%	1.2	-280.2%	3.60%
太平洋	4.6	扭亏	4.49%	-7.6	-264.3%	-7.62%	0.0	-95.2%	0.19%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 头部券商包括中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券

杠杆率: 头部券商杠杆率高于行业平均水平, 资产扩表能力更加突出。从扣除客户保证金后的权益乘数指标看, 头部券商杠杆率普遍高于行业平均水平, 头部券商整体扩表速度高于行业平均, 中信证券、华泰证券、国泰君安 2021Q1 末杠杆率分别达 4.9/4.1/4.1 倍; 中小券商中, 中信建投、中国银河、申万宏源超过 4 倍。从杠杆率提升幅度看, TOP6 券商较 2018 年末平均提升 21.7%, 优于非 TOP 6 券商的 8.1%。

表4: 头部券商资产扩表能力突出, 杠杆率增速优于行业平均

期末权益乘数 (扣客户资产)	2018 年	2019 年	2020 年	2021Q1	杠杆率提升幅度		
					2018 年末至 2021Q1 末	2019 年末至 2021Q1 年末	2020 年末至 2021Q1 年末
中信证券	3.63	4.14	4.68	4.90	35.1%	18.4%	4.7%
国泰君安	3.00	3.46	4.36	4.07	35.6%	17.5%	-6.7%
海通证券	4.27	4.36	3.82	3.82	-10.5%	-12.4%	-0.1%
华泰证券	2.99	3.85	4.50	4.60	53.7%	19.2%	2.2%
广发证券	3.89	3.45	3.61	3.80	-2.4%	10.0%	5.1%
招商证券	3.17	3.76	3.92	4.09	29.1%	8.8%	4.5%
TOP 6 上市券商合计	3.50	3.87	4.20	4.26	21.7%	10.2%	1.5%
非 TOP 6 上市券商合计	3.39	3.44	3.55	3.66	8.1%	6.3%	3.0%
上市券商合计	3.44	3.63	3.83	3.92	14.0%	7.9%	2.3%
非 TOP 6 券商中增速前十:							
华林证券	2.64	2.01	2.06	2.94	4.09	103.7%	98.5%
财通证券	2.28	2.46	2.41	3.37	3.26	32.5%	35.2%
中泰证券	3.09	3.49	3.34	3.91	4.01	15.0%	20.1%
中信建投	3.76	3.36	4.08	4.38	4.49	33.5%	9.9%
申万宏源	4.28	4.14	3.74	4.45	4.46	7.8%	19.3%
浙商证券	3.16	3.48	3.66	3.89	4.39	26.0%	19.7%
长江证券	3.42	2.94	2.94	3.48	3.62	22.9%	23.3%
长城证券	2.28	2.32	2.63	2.96	3.28	41.3%	24.9%
国海证券	3.98	4.01	3.90	3.19	3.50	-12.8%	-10.4%

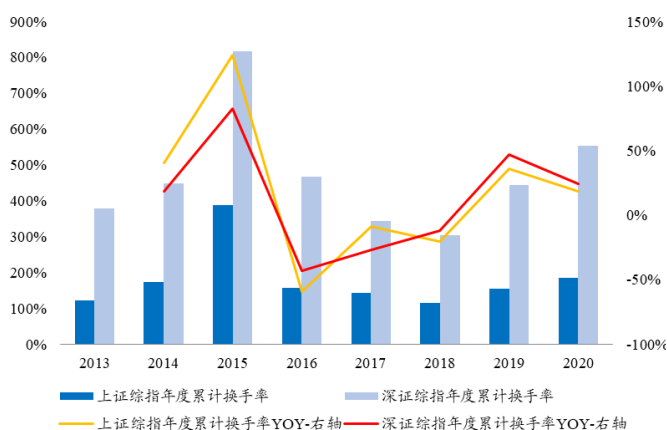
中国银河	2.95	2.95	3.32	4.28	4.06	37.6%	22.4%
------	------	------	------	------	------	-------	-------

数据来源: Wind、开源证券研究所

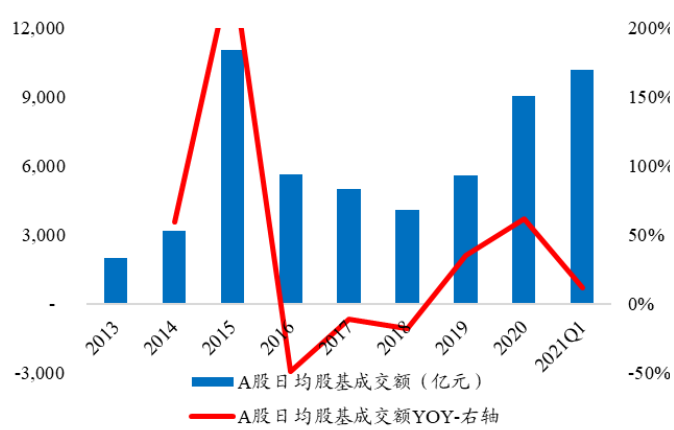
2、各板块业务全面增长，财富管理转型初见成效

2.1、经纪：财富管理转型初见成效，代销和席位收入快速增长

市场活跃度持续提升，驱动经纪业务快速增长。2020年7月以来股市明显上涨，驱动市场活跃度大幅提升。2020年沪综指和深综指年化换手率分别达185%/554%，同比分别+18%/+24%。2020年和2021Q1日均股基成交额分别为9042/10169亿元，同比+62.0%/+11.4%，市场活跃度大幅提升，驱动经纪业务收入快速增长，上市券商2020年和2021Q1经纪业务净收入分别为1140/314亿元，同比分别+53.7%/+14.6%，Q1环比+15%。

图7：沪综指和深综指换手率持续提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图8：2020年日均股基成交额同比+62.0%


数据来源: Wind、开源证券研究所

行业佣金率加速下行，代销金融产品收入大幅增长。2020年和2021Q1上市券商平均佣金率分别为0.0264%/0.0259%，同比分别-8.7%/-6.9%。佣金率加速下行，券商财富管理转型初见成效，2020年证券行业代销金融产品收入134亿元，同比+149%，收入占比从2019年的1.5%提升至3.0%。

图9: 上市券商平均佣金率加速下行


数据来源: Wind、开源证券研究所

Q1或是代销收入支撑经纪业务收入增速，未来有望成为经纪业务持续增长驱动力。6家头部券商2020年母公司代理买卖收入占比从64%下降至62%，其中中信证券占比仅40%，6家头部券商代销金融产品收入同比+180%，占比从5.3%上升至9.5%，其中招商证券、广发证券、国泰君安同比增速超200%，随着财富管理逐渐转型，通道型业务收入占比逐渐降低。Q1经纪业务收入同比增速超过市场日均股基成交额增速，佣金率下行趋势下，经纪业务收入增量主要由代销收入贡献，未来在财富管理趋势下，代销收入有望驱动经纪业务持续增长，占比不断提升。

表5: 头部券商经纪业务结构多元化

金额 (亿元)	母公司代理买卖证券业务净收入		交易单元席位收入		代销金融产品净收入		期货经纪净收入		海外等子公司经纪业务净收入		并表下经纪业务净收入	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
中信证券	29.30	44.85	6.32	11.23	8.03	19.65	3.38	4.61	27.22	32.22	74.25	112.57
招商证券	30.28	47.59	4.51	8.69	1.76	5.87	1.94	2.83	1.44	2.22	39.93	67.20
广发证券	31.71	45.48	4.51	8.44	1.83	5.91	3.20	4.18	0.73	1.71	41.98	65.72
华泰证券	31.67	45.34	4.29	7.49	1.73	4.98	2.43	4.11	0.97	2.69	41.08	64.60
海通证券	22.72	32.90	5.53	8.46	0.51	1.23	2.99	4.04	3.97	5.45	35.71	52.08
国泰君安	40.66	59.46	4.77	7.43	1.32	4.78	4.11	4.80	5.42	7.84	56.28	84.32
6家公司合计	186.34	275.61	29.93	51.73	15.18	42.41	18.05	24.59	39.73	52.13	289.22	446.48

各细分占比

中信证券	39.46%	39.85%	8.51%	9.98%	10.82%	17.45%	4.55%	4.10%	36.66%	28.63%	100.00%	100.00%
招商	75.83%	70.82%	11.31%	12.93%	4.41%	8.73%	4.86%	4.22%	3.60%	3.30%	100.00%	100.00%

证券												
广发证券	75.54%	69.20%	10.73%	12.84%	4.36%	8.99%	7.63%	6.37%	1.73%	2.60%	100.00%	100.00%
华泰证券	77.09%	70.18%	10.44%	11.59%	4.20%	7.70%	5.92%	6.36%	2.35%	4.17%	100.00%	100.00%
海通证券	63.62%	63.16%	15.49%	16.25%	1.42%	2.37%	8.37%	7.77%	11.11%	10.46%	100.00%	100.00%
国泰君安	72.26%	70.52%	8.47%	8.81%	2.35%	5.67%	7.30%	5.70%	9.63%	9.30%	100.00%	100.00%
6家公司合计	64.43%	61.73%	10.35%	11.59%	5.25%	9.50%	6.24%	5.51%	13.74%	11.68%	100.00%	100.00%

YOY

中信证券		53.1%		77.7%		144.5%		36.6%		18.4%		51.6%
招商证券		57.2%		92.5%		233.4%		46.1%		54.4%		68.3%
广发证券		43.4%		87.3%		222.8%		30.6%		135.4%		56.6%
华泰证券		43.2%		74.6%		188.4%		69.1%		178.7%		57.3%
海通证券		44.8%		53.0%		143.1%		35.4%		37.3%		45.8%
国泰君安		46.2%		55.7%		262.3%		17.0%		44.7%		49.8%
6家公司合计		47.9%		72.9%		179.5%		36.3%		31.2%		54.4%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

机构化趋势加剧。头部券商中，机构客户保证金占比快速提升，2020年，中信证券机构客户保证金占比提升至53%，同比+8pct，招商证券机构客户保证金占比从25%提升至37%，头部券商机构化趋势不断加剧，未来零售客户有望集中于互联网券商。

表6：头部券商机构客户保证金占比不断提升

机构客户保证金占比	2017	2018	2019	2020
中信证券	42.8%	51.4%	45.3%	53.3%
国泰君安	21.1%	22.7%	21.5%	25.5%
华泰证券	24.9%	25.2%	26.4%	34.2%
海通证券	28.9%	34.3%	26.6%	31.1%
招商证券	28.1%	30.1%	24.5%	36.9%
广发证券	17.9%	18.2%	19.1%	26.1%
中金公司	48.2%	45.2%	38.6%	51.6%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2、投行：IPO 增速或将放缓

2020 年 IPO 规模大幅增长，Q1IPO 同比下滑，严控质量下，IPO 增速或将放缓。

受益于 IPO 和债承规模高速增长，2020 年和 2021Q1 上市券商投行业务净收入同比分别+39.4%/+34.2%，Q1IPO 承销规模同比有所下滑，由于 2020Q1 受疫情影响，整体业绩基数较低，2021Q1 同比增速较高，环比-32%。债券承销规模延续增长态势，2020 年和 2021Q1 债承规模同比分别+29.3%/+11.4%。2021 年退市新规落地，投行审核趋严，着重质量把控，未来 IPO 增速或有放缓。

表7：Q1 IPO 增速放缓

	2021Q1		2020 年	
	承销规模 (亿元)	YOY	承销规模 (亿元)	YOY
首发	761	-3.2%	4,700	85.5%
再融资	2,246	26.3%	9,043	-4.8%
股权融资合计	3,007	17.3%	13,743	14.2%
可转债	803	45.0%	2,486	0.4%
可交换债	47	-57.9%	460	-44.7%
地方政府债	2,002	-40.7%	10,586	131.2%
金融债	4,368	34.2%	21,505	41.4%
企业债	854	20.3%	3,929	9.0%
公司债	7,675	13.6%	33,369	30.8%
短期融资券	205	-50.9%	1,036	-20.6%
中期票据	646	-18.5%	3,272	28.6%
定向工具	461	17.8%	1,659	23.4%
国际机构债	12	N/A	9	2.4%
政府支持机构债	150	N/A	852	-32.1%
ABS	3,629	53.8%	19,646	10.7%
债券承销合计	20,851	11.4%	98,809	29.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上数据按上市日统计

头部券商稳居 IPO 承销规模前列，海通证券快速增长。 IPO 承销规模中，头部券商仍居前列，2020 年 IPO 承销规模前三名分别是中信建投、海通证券和中金公司，海通证券 IPO 承销规模同比增长 16 倍，从 2019 年的行业 15 跃居行业第二，2021Q1 IPO 承销规模 86 亿元，保持行业第二。同时，注册制红利下，部分中小券商实现弯道超车，国金证券 2020 年 IPO 承销规模 164 亿，同比+471%，光大证券 2020 年 IPO 承销规模同比+398%，跻身行业前十。

表8：头部券商稳居 IPO 行业前列

单位：亿元	2020 年			2021Q1		
	IPO 承销规模	YOY	IPO 承销单数	IPO 承销规模	YOY	IPO 承销单数
中信建投	836.57	376%	39	56.99	-82%	7
海通证券	607.79	1648%	25	86.05	-	11
中金公司	488.98	-19%	30	40.92	-70%	5

中信证券	444.94	-2%	39	95.51	23%	8
华泰联合	240.26	258%	21	64.17	-	8
国泰君安	216.86	191%	22	15.42	-33%	3
国金证券	164.34	471%	19	25.77	-53%	5
招商证券	142.66	0%	17	35.23	116%	5
民生证券	120.61	161%	23	17.62	41%	3
光大证券	107.55	398%	18	16.69	-39%	2
东兴证券	94.49	40%	12	4.76	-40%	2
东方投行	93.33	597%	10	16.67	-	3
兴业证券	89.33	484%	13	15.99	80%	3
国信证券	86.04	2%	12	45.74	628%	3
中国银河	72.69	1224%	5	3.63	-	1
申万宏源	63.48	103%	7	20.98	-	2

数据来源：Wind、开源证券研究所

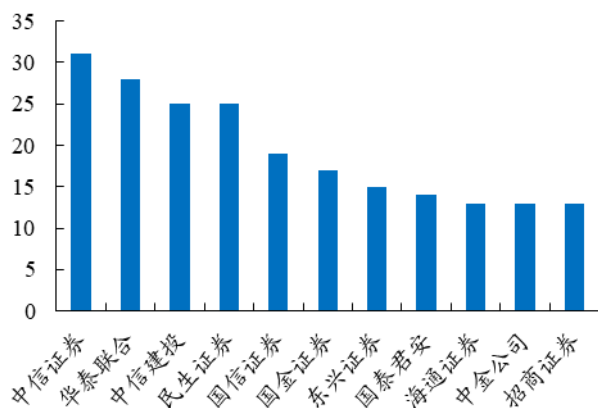
头部券商 IPO 储备量位居行业前列，部分中小券商储备量丰富。IPO 项目储备 TOP3 分别为中信证券（73 家）、中信建投（45 家）、华泰证券（43 家），科创板项目储备 TOP3 分别为中信证券（26 家）、国泰君安（13 家）、中信建投（12 家），创业板项目储备 TOP3 分别为中信证券（31 家）、华泰证券（28 家）、中信建投（25 家）。总体看，头部券商 IPO 储备量丰富，排名靠前，中小券商中，民生证券和国金证券储备量丰富，排名行业前十。

表9：头部券商 IPO 储备量整体靠前

总储备量排名	券商	IPO 项目总储备量	主板项目储备量	创业板项目储备量	科创板项目储备量
1	中信证券	73	16	31	26
2	中信建投	45	8	25	12
3	华泰联合	43	6	28	9
4	国泰君安	38	11	14	13
5	民生证券	35	4	25	6
6	海通证券	30	5	13	12
6	中金公司	30	6	13	11
8	国金证券	26	4	17	5
8	国信证券	26	2	19	5
10	招商证券	23	5	13	5

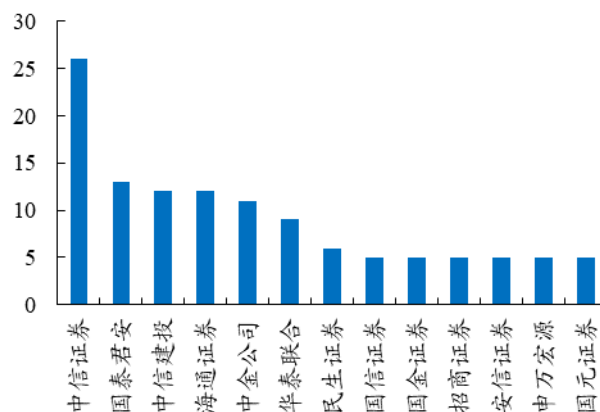
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2021 年 5 月 9 日

图10: 头部券商创业板 IPO 储备量靠前


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述数据(单位: 个)只统计单一主承销商项目。

图11: 科创板 IPO 项目储备集中于头部券商


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述数据(单位: 个)只统计单一主承销商项目。

核心债规模保持扩张, 头部券商稳居前列。2020 年和 2021Q1 核心债规模分别为 4.16/0.94 万亿元, 同比分别+26%/+8%。核心债承销规模前五均为头部券商, 近几年排名稳定, 2020 年五矿证券核心债承销规模快速增长, 同比+212%, 浙商证券和华泰证券同比分别+99%/+76%, 增幅靠前, 2021Q1 五矿证券和浙商证券仍保持高速增长。

表10: 2020 年核心债承销规模前三: 中信建投、中信证券、国泰君安

单位: 亿元	2020 年核心债承销规模	YOY	2021Q1 核心债承销规模	YOY
中信建投	5,245.88	19%	952.86	-28%
中信证券	3,687.32	36%	820.55	-5%
国泰君安	2,300.19	28%	593.40	43%
海通证券	2,246.85	16%	556.56	-10%
中金公司	1,764.14	15%	354.65	20%
平安证券	1,643.30	29%	315.83	24%
华泰联合	1,284.17	76%	360.34	67%
国信证券	1,116.34	74%	262.70	36%
光大证券	972.41	-11%	282.54	25%
中泰证券	949.71	4%	226.34	39%
天风证券	927.94	64%	227.63	21%
浙商证券	897.58	99%	384.26	137%
中山证券	878.69	32%	218.96	-7%
国金证券	744.96	46%	155.25	-28%
招商证券	740.14	21%	116.87	-28%
五矿证券	704.39	212%	154.10	161%
开源证券	688.31	-11%	132.12	-40%

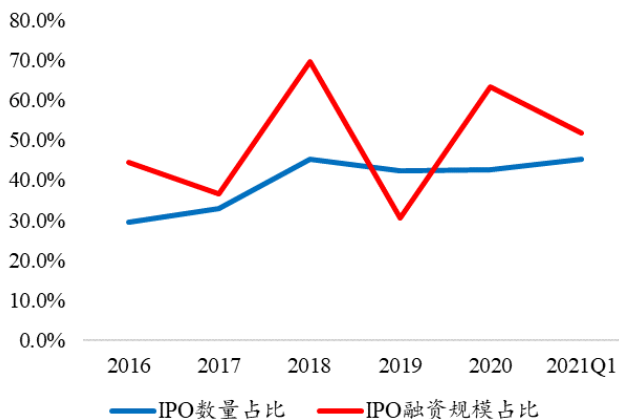
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 核心债券包括企业债、公司债、短期融资券及中期票据。

2020 年头部券商集中度提升。2020 年 7 家头部券商(中信证券、中信建投、中金公

司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券) IPO、再融资及核心债业务集中度稳步上行, 2020 年前七家头部券商 IPO 承销规模集中度达 63%, 远高于 2019 年的 31%, 2021Q1 有所下降, IPO 数量占比持续提升。核心债承销规模和数量集中度呈上行趋势。注册制背景下, 对券商定价、风控等综合能力要求较高, 头部券商综合实力较强, 业务优势明显, 预计未来头部券商集中度将进一步提升。

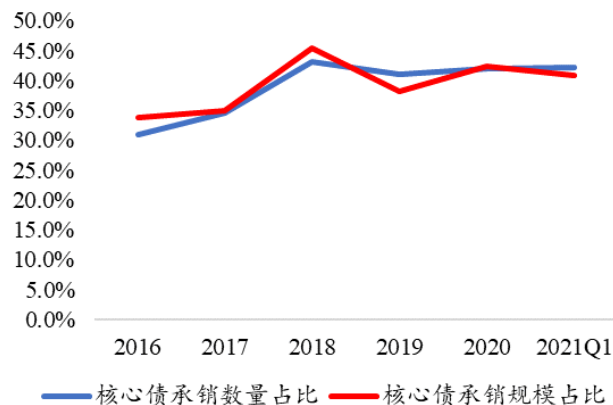
图12: 2020 年头部券商 IPO 承销规模占比呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 头部券商包括: 中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

图13: 2020 年头部券商核心债承销规模占比呈上升趋势

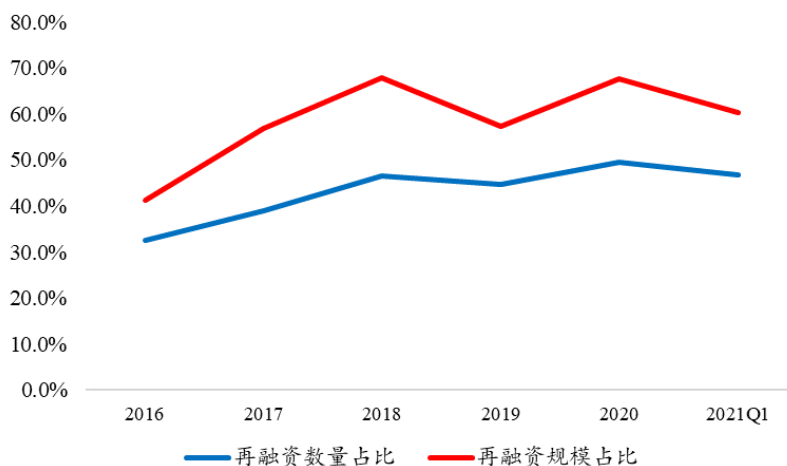


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 头部券商包括: 中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

(2) 核心债包括: 企业债、公司债、短期融资券及中期票据。

图14: 2020 年头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

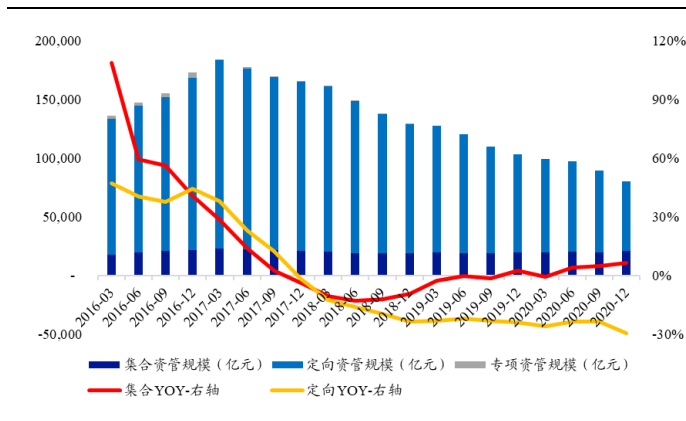
注: 头部券商包括: 中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

2.3、资管: 规模扩张驱动资管业务收入上行

资管业务收入上行, 集合规模增速扩张。2020 年和 2021Q1 上市券商资管业务收入分别为 389/115 亿元, 同比分别+23.8%/+34.7%, Q1 环比+5%, 行业资管收入保持扩张。行业通道规模持续压缩, 带来整体资管规模有所下滑, 2020 年末整体资管规

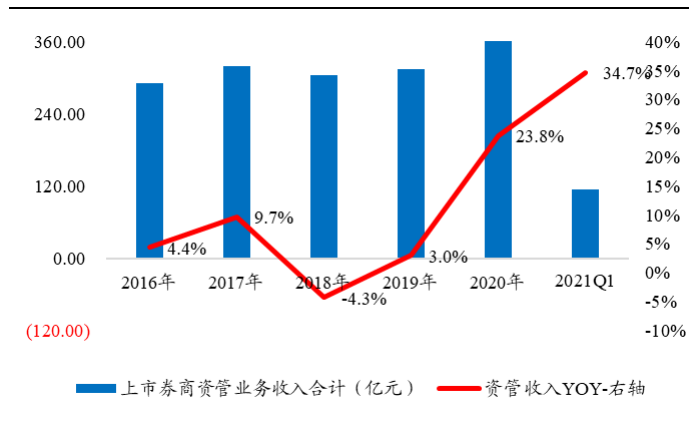
模同比-21%，集合规模同比增速持续扩张，2020年末集合资管规模2.1万亿，同比+6.7%。

图15: 2020 末券商集合资管规模同比+6.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2020 年和 2021Q1 上市券商资管收入同比+23.8%/34.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

中信证券主动管理规模稳居行业第一，CR10 主动管理规模增速明显提升。根据基金业协会数据，2020Q4 末 CR10 月均主动管理规模达 2.6 万亿元，同比+22%，其中，中金公司同比+115%，行业排名从 2019 年的 10 升至行业第五，招商证券和中信证券同比分别+52%/+48%，增速较快，中信证券主动管理规模稳居行业第一，Q4 末约 6647 亿元，约为第二的一倍。

表11: 中金公司、招商证券、中信证券主动管理规模增长明显

券商主动资管月均规模 (亿元)	2020Q4	YOY	2019Q4	YOY
中信证券	6646.57	48%	4,506	-25.2%
国泰君安	3327.61	-21%	4,219	36.1%
招商证券	2760.25	52%	1,814	78.5%
华泰证券	2647.28	5%	2,522	11.4%
中金公司	2432.6	115%	1,134	-18.8%
广发证券	2306.05	30%	1,770	-32.1%
中信建投	2002.43	18%	1,695	10.0%
海通证券	1522.33	29%	1,184	36.1%
光大证券	1263.66	8%	1,171	3.4%
申万宏源	1163.52	-14%	1,356	-1.4%
前 10 家公司合计	26,072	22%	21,372	0.2%

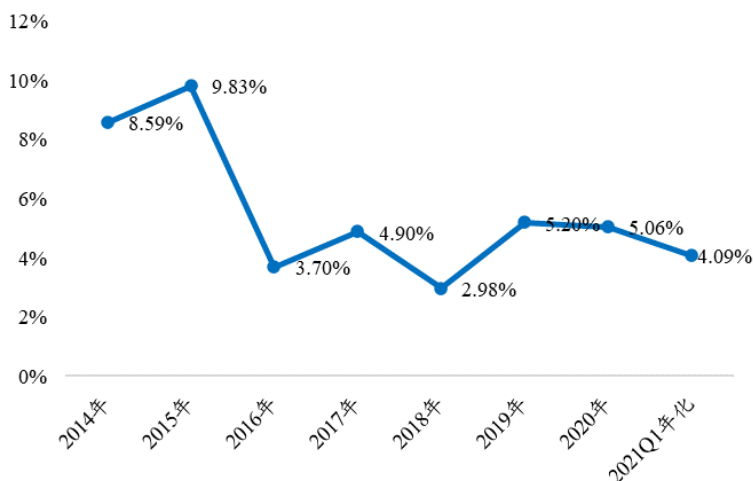
数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

2.4、投资: 权益资产快速增长, 客需业务成主要驱动力

客需和直投业务驱动券商投资收入增长。从业务角度看, 券商投资收入主要由机构客户客需型业务(债券及衍生品做市、场外期权等)、自营投资(方向性和非方向性)和直投子公司投资收益构成。2020 年和 2021Q1, 上证综指分别+13.87%/-0.90%, 同比分别-8.43pct/+8.93pct, 中证综合债指数分别+2.97%/+0.95%, 同比分别

-1.7pct/-1.63pct。2020 年和 2021Q1 上市券商整体金融工具年化投资收益率分别为 5.06%/4.09%，同比分别-0.14pct/-0.25pct。2020 年和 2021Q1 上市券商投资收益(含公允价值变动损益)同比分别+15.4%/+15.8%，Q1 环比-4%。

图17: 2020 和 2021Q1 金融工具投资收益率同比有所下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

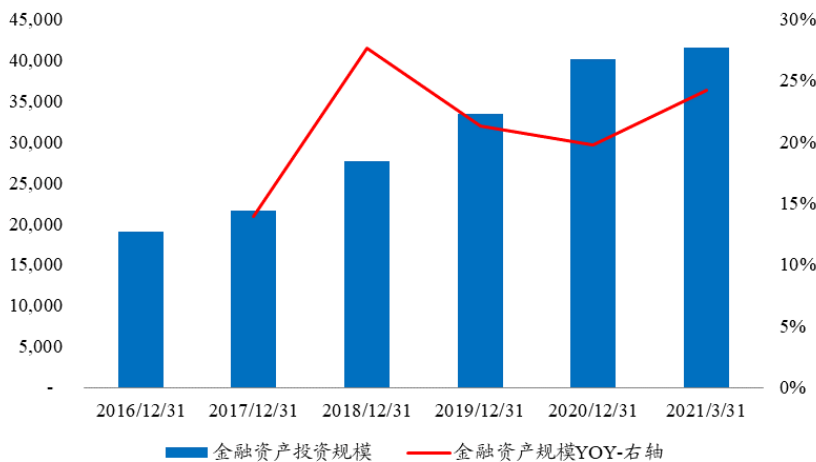
注: (1)金融工具投资收益率=金融工具投资收益/期初期末金融工具投资规模均值;

(2)金融工具投资收益=投资收益-联营及合营子公司投资收益+公允价值变动损益;

(3)金融工具投资规模=交易性金融资产+其他权益工具+衍生金融资产。

金融资产持续扩张。2020 年末金融资产规模较同比+20%，Q1 末延续扩张趋势，较年初+24%，近 3 年上市券商金融资产规模保持 23%的年复合增速，金融资产持续扩张，驱动上市券商杠杆率不断提升。从资产结构上看，权益类和固收类资产占比均有明显提升，权益类资产占比提升至 18%。

图18: 2020 年和 2021Q1 金融资产规模持续提升

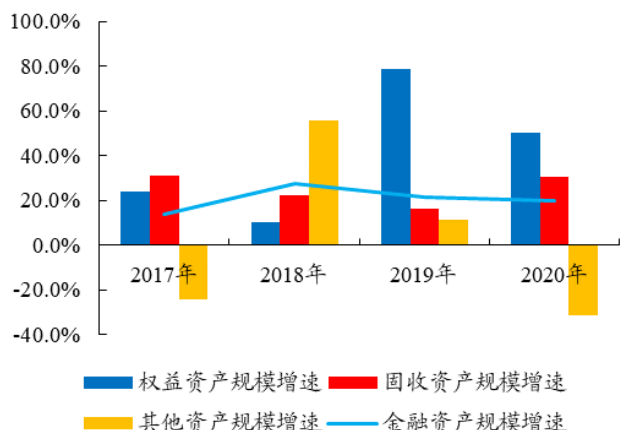


数据来源: Wind、开源证券研究所

权益类头寸明显增加，投资收益率较高的公司优势明显。2020 年以来股市整体行情

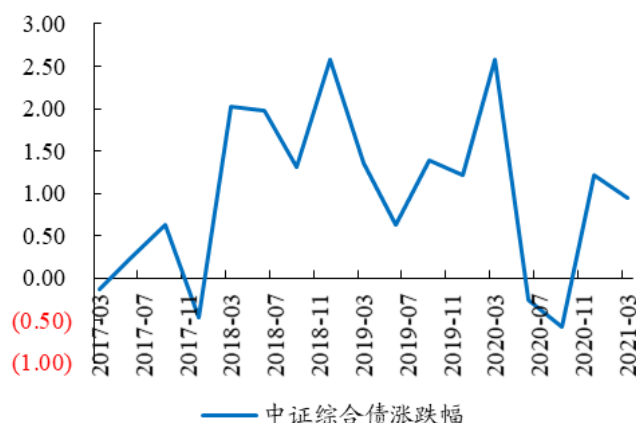
较好，同时客需型业务快速增长，驱动权益类资产规模大幅扩张，截至2021年2月末，收益互换和场外期权存续名义本金规模分别达5876亿/8119亿，较年初分别+13%/+7%，2019年和2020年权益类资产同比增速分别为79%/50%，2020年以来债市整体涨幅收窄，2020年固收类资产同比增长30%，增速低于权益类资产。随着权益类头寸不断增加，市场波动下风险有所提升，投资收益率较高的公司优势相对明显。

图19: 2020年权益类资产大幅扩张



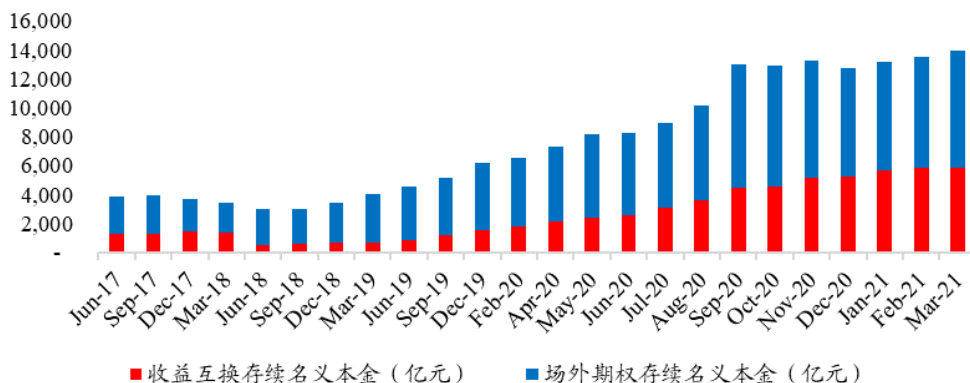
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2020年中证综合债涨幅下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 场外衍生品快速增长



数据来源: 中注协、开源证券研究所

直投与跟投业绩延续增长势头，头部券商表现亮眼。(1) 2020年，市场整体表现较好，券商直投和跟投盈利高增，同时，注册制下IPO发行节奏加快，驱动直投与跟投业绩大幅释放，2020年上市券商PE和另类子公司净利润分别同比+77%/+158%。(2) 目前行业呈现加速分化，PE及另类子公司净利润前五均为头部券商，华泰证券PE子公司2020年净利润达23.50亿，同比+35%，利润贡献高达22%；中信证券另类子公司2020H1净利润17.59亿，利润贡献12%。(3) 整体看，头部机构效应日益明显，市场资金向着具有强大专业能力的头部机构聚集，直投业务净利润具有领先优势。

表12: 2020年券商PE子公司净利润延续增长势头

单位: 亿元	旗下私募股权投资子公司	2018 净利润	2019 净利润	2020 净利润	2020 净利润贡献
华泰证券	华泰紫金投资	-0.46	17.38	23.50	22%
海通证券	海通开元投资有限公司	1.88	8.78	15.12	14%
广发证券	广发信德	3.49	2.19	9.21	9%
中金公司	中金资本		7.2	8.95	12%
中信证券	金石投资	-0.47	10.88	8.42	6%
东方证券	东证资本	5.63	2.25	3.61	13%
国泰君安	国泰君安创投	0.88	1.54	1.74	2%
兴业证券	兴证创新资本管理有限公司	1.13	0.71	1.29	3%
中信建投	中信建投资本	0.06	0.88	1.28	1%
国元证券	国元股权投资有限公司	0.29	1.51	1.28	9%
合计		12.42	53.35	74.39	9%
YOY			271%	39%	

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

表13: 2020年券商另类子公司净利润快速增长

单位: 亿元	旗下另类投资子公司(全资)	2018 净利润	2019 净利润	2020 净利润	2020 净利润贡献
中信证券	中信证券投资	6.03	13.02	17.59	12%
海通证券	海通创新证券投资有限公司	-4.18	4.14	9.69	9%
中金公司	中金浦成		2.55	6.53	9%
广发证券	广发乾和	0.33	3.00	5.63	6%
招商证券	招商投资	0.78	1.07	4.81	5%
中信建投	中信建投投资	0.22	-0.19	4.21	4%
华泰证券	华泰创新投资	0.02	1.06	3.51	3%
国泰君安	国泰君安证裕	0.24	0.70	3.27	3%
财通证券	财通创新	0.38	2.73	3.12	14%
东吴证券	东吴创新资本管理有限责任公司	0.23	0.68	2.70	16%
合计		4.05	28.77	61.07	7%
YOY			548%	112%	

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

表14: 金融工具投资收益率分化明显

金融工具投资收益率	2018 年	2019 年	2020 年	2021Q1 (年化)
南京证券	4.38%	7.05%	12.45%	16.61%
红塔证券		8.66%	10.57%	9.32%
华林证券	8.46%	7.52%	9.98%	13.31%
兴业证券	2.48%	6.68%	7.94%	10.58%
广发证券	0.41%	6.39%	7.19%	9.59%
东北证券	5.75%	7.19%	6.52%	8.69%
财通证券	4.90%	7.96%	6.46%	8.61%
国海证券	3.25%	3.99%	6.34%	8.45%

国金证券	7.07%	7.33%	6.10%	8.14%
中金公司		4.75%	6.08%	4.13%
国联证券		7.51%	5.38%	3.27%
中信建投	3.59%	5.59%	5.25%	7.00%
合计	2.98%	5.20%	5.06%	4.09%
西部证券	4.71%	6.20%	5.00%	6.66%
华安证券	3.59%	7.59%	4.93%	6.57%
国元证券	2.87%	2.14%	4.93%	6.57%
长城证券	5.23%	5.25%	4.88%	6.51%
东方证券	0.00%	5.37%	4.79%	6.38%
华西证券	5.66%	7.22%	4.59%	6.12%
浙商证券	4.94%	6.18%	4.57%	6.09%
山西证券	6.05%	5.18%	4.49%	5.99%
天风证券	3.97%	5.45%	4.46%	5.95%
长江证券	2.56%	7.34%	4.36%	5.81%
中泰证券		6.51%	4.32%	2.49%
东吴证券	4.56%	3.49%	4.26%	5.67%
东兴证券	5.52%	3.30%	4.21%	5.61%
国信证券	3.90%	5.61%	4.02%	5.37%
中国银河	1.38%	5.98%	3.74%	4.98%
西南证券	4.65%	7.09%	3.69%	4.92%
中信证券	3.11%	4.86%	3.65%	4.87%
申万宏源	3.65%	4.65%	3.54%	4.72%
海通证券	2.06%	5.31%	3.24%	4.32%
第一创业	3.40%	5.79%	3.09%	4.12%
国泰君安	3.91%	4.88%	2.89%	3.85%
招商证券	1.97%	4.83%	2.88%	3.84%
华泰证券	2.47%	4.60%	2.79%	3.72%
光大证券	1.16%	3.34%	2.41%	3.22%
中原证券	2.86%	4.63%	2.07%	2.76%
中银证券		4.49%	1.54%	0.66%
太平洋	-0.37%	7.38%	1.38%	1.83%
方正证券	3.25%	2.22%	1.11%	1.48%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

表15: 金融资产配置结构和投资能力影响投资回报率

上市券商	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比
中信证券	14.7%	59.7%	19.5%	52.5%	32.7%	37.6%
海通证券	15.7%	56.7%	15.8%	54.5%	18.6%	49.8%
华泰证券	11.4%	65.7%	14.1%	70.9%	20.1%	64.7%
国泰君安	13.9%	57.1%	14.2%	58.7%	13.3%	56.2%
招商证券	9.9%	73.0%	10.3%	75.7%	12.2%	70.4%
广发证券	8.5%	61.3%	9.3%	67.3%	10.5%	72.1%

中金公司			34.6%	52.1%	37.3%	39.7%
长江证券	9.8%	68.1%	14.0%	67.7%	14.7%	65.2%
国元证券	1.6%	77.2%	1.9%	81.4%	6.8%	78.7%
东北证券	10.5%	70.8%	10.3%	54.7%	10.5%	51.3%
太平洋	5.3%	61.1%	7.3%	74.2%	8.1%	82.5%
国金证券	2.3%	51.0%	21.6%	53.1%	18.4%	55.1%
西南证券	8.4%	74.3%	18.4%	70.8%	17.1%	69.2%
光大证券	10.8%	51.4%	8.8%	49.4%	12.6%	52.9%
第一创业	4.0%	81.0%	5.0%	84.0%	9.8%	76.4%
兴业证券	7.9%	67.8%	16.1%	62.2%	19.1%	60.7%
山西证券	5.5%	54.7%	11.1%	46.0%	7.8%	69.4%
方正证券	0.5%	73.6%	9.9%	71.8%	15.0%	62.2%
国海证券	1.3%	51.4%	3.7%	91.9%	8.6%	82.2%
东吴证券	2.8%	69.9%	10.8%	64.5%	12.5%	65.0%
西部证券	0.9%	85.6%	3.2%	87.2%	5.6%	86.0%
国信证券	6.7%	70.2%	12.8%	70.8%	11.4%	75.9%
申万宏源	8.4%	67.6%	6.6%	67.3%	7.7%	64.3%
东兴证券	9.5%	61.9%	17.8%	66.8%	12.5%	60.7%
东方证券	11.9%	72.1%	12.6%	68.2%	13.0%	62.8%
浙商证券	3.1%	88.5%	3.7%	78.1%	6.0%	72.3%
中国银河	16.8%	63.6%	20.7%	63.2%	26.2%	58.4%
华安证券	3.1%	78.1%	6.9%	82.0%	4.9%	73.2%
中原证券	11.4%	66.6%	7.8%	81.5%	5.0%	85.7%
华西证券	2.2%	67.3%	7.8%	71.7%	5.5%	60.3%
中信建投	6.1%	64.7%	9.7%	64.5%	10.0%	67.4%
财通证券	3.3%	34.9%	5.2%	42.5%	6.3%	58.7%
南京证券	3.4%	85.7%	5.2%	90.7%	4.2%	91.1%
长城证券	3.7%	68.5%	2.9%	72.1%	5.3%	66.5%
天风证券	29.8%	46.9%	30.2%	49.9%	25.3%	45.4%
华林证券	20.3%	2.1%	1.4%	73.4%	6.8%	84.2%
红塔证券			3.5%	75.7%	12.4%	58.2%
中银证券			5.9%	63.6%	5.3%	66.5%
国联证券			6.8%	105.0%	4.8%	88.9%
中泰证券			13.3%	76.7%	12.7%	638.3%
总计	9.7%	66.6%	14.2%	63.9%	17.8%	69.6%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

2.5、资本中介：两融规模大幅增加

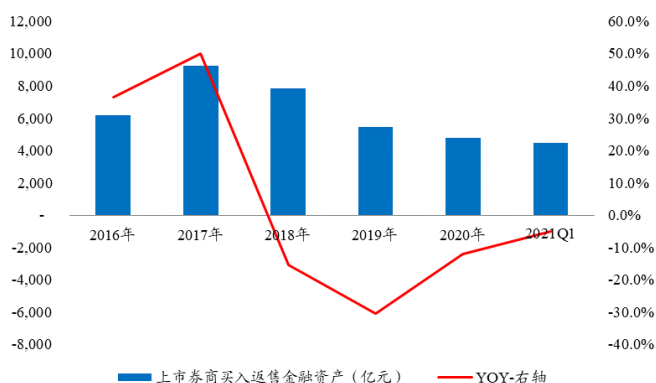
2020年和2021Q1上市券商利息净收入分别为534/144亿元，同比分别+27%/+23%，Q1环比+9%，主要由两融规模大幅增加驱动。

市场活跃度提升叠加政策放宽下，两融规模大幅扩张，融券余额快速增长。2021年4月末两融规模达1.7万亿，较年初+2%；两融余额占流通市值比重达2.54%，较年

初提升 2 个百分点。自 2019 年起，两融标的扩容，注册制下创业板和科创板上市首日即可成为融券标的，融券业务供给端和机制端均有所优化，融券规模快速增长。2021 年 4 月末融券余额达 1517 亿，较年初+11%，占两融比重达 9%，较年初+0.71 个百分点，未来融券规模有望持续增长。

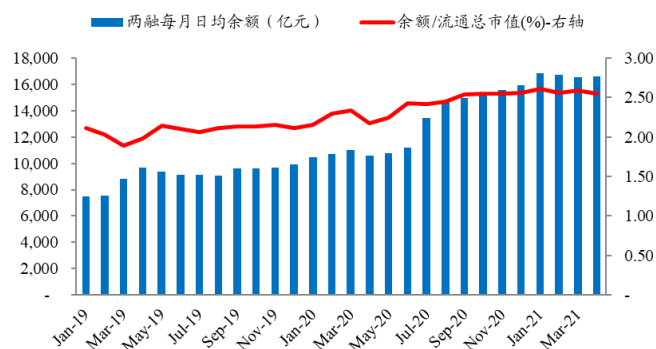
买入返售金融资产规模持续下降，降幅有所趋缓。股票质押风险暴露增多，行业整体对股票质押业务谨慎，融出规模持续压降，2021Q1 末买入返售金融资产同比-5%，较年初-6%，整体降幅有所趋缓。

图22: 上市券商买入返售金融资产规模持续下降



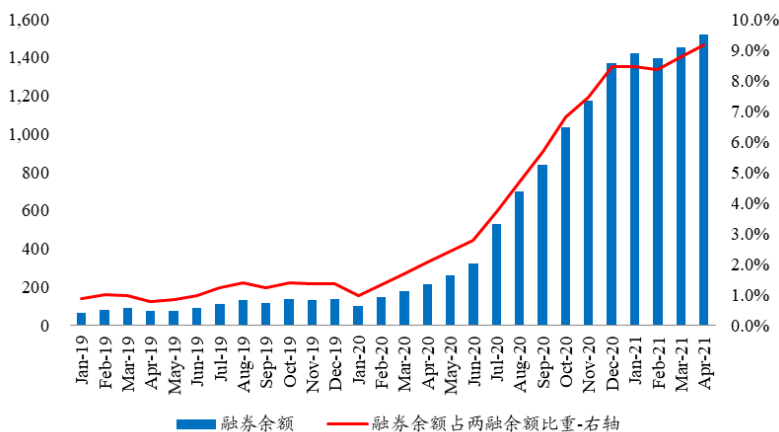
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 两融规模快速扩张



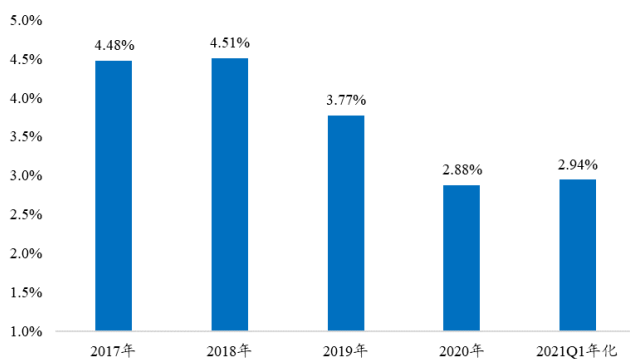
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 融券余额及占比大幅增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

2020 年负债成本下降较多，Q1 略有回升。2020 年上市券商利息支出同比-7%，主要来自上半年利率下行带来利差扩张，同时短期债务占比提升。Q1 以来市场利率有所回升，同时上市券商有息债务中长期债务占比提升，整体负债利率有所上行。我们估算，上市券商 2020 年和 2021Q1 平均有息债务融资成本（年化）分别为 2.88%/2.94%，同比分别-24%/-15%。

图25: 2020年负债成本下降较多, Q1略有回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

表16: 券商短久期有息负债占比提升明显

	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/3/31
短期有息债务:	54.2%	52.7%	58.7%	59.1%	57.6%
卖出回购金融资产	30.3%	33.6%	39.0%	37.9%	39.3%
应付短期融资	15.6%	10.3%	10.9%	13.6%	11.6%
拆入资金	4.9%	5.6%	5.8%	5.0%	4.0%
短期借款	3.4%	3.2%	2.9%	2.6%	2.7%
长期有息债务:	45.8%	47.3%	41.3%	40.9%	42.4%
长期借款	1.8%	2.5%	1.9%	1.5%	1.4%
应付债券	44.0%	44.9%	39.4%	39.4%	41.0%
有息债务总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

注: 有息债务总额=卖出回购金融资产+应付短期融资+拆入资金+短期借款+应付债券+长期借款。

3、盈利预测: 预计2021年上市券商净利润同比+13.3%

财富管理转型及创新业务驱动下, 券商业绩有望持续增长。未来, 财富管理、两融、衍生品等业务仍是券商盈利主要驱动因素。(1) 券商代销规模不断扩张, 公募基金投顾逐步发展, 科技赋能下营业标准化及客户体验不断提升, 财富管理转型持续深化。(2) 融券、衍生品等创新业务发展迅速, 目前券商机构化趋势明显, 机构客户占比提升下, 券商将提供融券、资管、做市、衍生品等一系列综合服务, 驱动业绩不断上行。

我们预计上市券商整体2021年净利润同比+13.3%, ROE有望达8.3%。财富管理、投行、资管为全年盈利拉动核心, 我们预计上市券商2021-2023年整体净利润分别为1649/1998/2361亿元, 同比分别+13.3%/+21.1%/+18.2%, ROE分别为8.33%/9.05%/9.68%。

表17: 中性假设下, 预计上市券商2021年净利润同比+13.3%

40家上市券商整体 (单位: 亿元)	2019年	2020年	2021Q1	2021年 E	2022年 E	2023年 E
经纪业务收入	742	1140	314	1,092	1,198	1,298

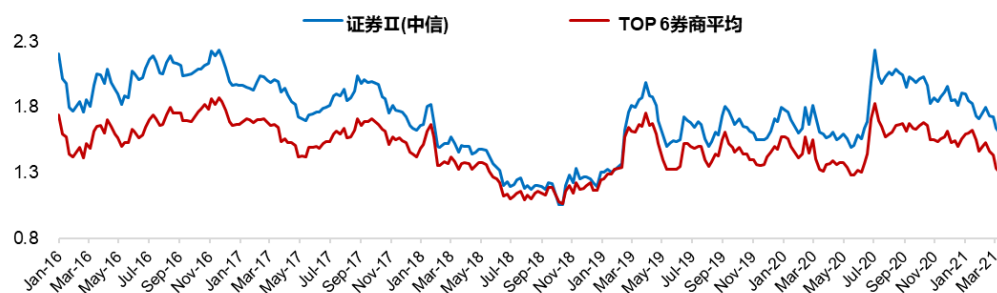
	YOY	19.4%	53.7%	14.6%	-4.2%	9.7%	8.3%
日均股基成交额		5,580	9,042	10,169	8,590	9,363	10,206
	YOY	35.5%	62.0%	11.4%	-5.0%	9.0%	9.0%
投行业务收入		416.39	580.44	120.56	669	791	944
	YOY	23.4%	39.4%	34.2%	15.3%	18.2%	19.4%
资产管理收入		314.41	389.17	114.51	471	598	756
	YOY	3.0%	23.8%	34.7%	20.9%	27.1%	26.4%
大投资业务收入		1,367	1,578	352	1,628	2,100	2,573
	YOY	89.1%	15.4%	15.8%	3.2%	28.9%	22.6%
自营投资收益率		5.20%	5.06%	1.02%	4.31%	4.63%	4.66%
利息净收入		421.55	533.93	143.83	546	491	429
	YOY	15.1%	26.7%	23.2%	2.3%	-10.1%	-12.7%
营业收入（调整后）		3,440	4,404	1,116	4,616	5,408	6,254
	YOY	36.8%	28.0%	20.8%	4.8%	17.2%	15.6%
管理费		1763.44	2102.74	547.76	2,170	2,461	2,783
信用减值及其他资产减值损失		207	340	15	231	270	313
归母净利润		1086.66	1455.66	422.32	1,649	1,998	2,361
	YOY	69.8%	34.0%	27.3%	13.3%	21.1%	18.2%
净利率（调整后）		31.6%	33.1%	37.8%	35.7%	36.9%	37.8%
归母股东权益		16,196	18,663	19,092	20,946	23,202	25,594
	YOY	8.2%	15.2%	17.7%	12.2%	10.8%	10.3%
股权融资合计		261	950	100	1,000	700	600
ROE		6.97%	8.35%	8.95%	8.33%	9.05%	9.68%
权益乘数（扣除客户保证金）		3.63	3.83	3.92	3.79	4.01	4.29

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议：行业 ROE 有望持续上行

左侧布局时点已至，直接融资趋势不改，ROE 有望持续上行，维持行业“看好”评级。2020 年 9 月开始券商持续跑输大盘，交易端四大原因是主要边际催化因素，背后本质原因是估值与 ROE 不匹配，目前头部券商估值已回到匹配位置，与头部银行接近，券商左侧布局时点到来。中长期看，直接融资扩容趋势不改，机构化趋势延续，券商财富管理、资产管理、机构业务和投行业务持续增长可期，轻资本业务扩张有望驱动 ROE 持续上行，头部券商表现将更强。目前行业估值低于历史中枢，头部券商估值已到底部，维持行业“看好”评级。

三条主线选择受益标的。第一条主线：继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；第二条主线标的：资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券、广发证券和东方证券有所受益；第三条主线：低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H 股)有所受益。

图26: 目前券商板块 PE 估值低于历史中枢


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

表18: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2021/05/17	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
300059.SZ	东方财富	34.32	0.58	0.80	1.07	59.30	42.90	买入
3908.HK	中金公司	20.20	1.60	1.80	2.14	12.64	11.23	未评级
601377.SH	兴业证券	8.58	0.60	0.68	0.79	14.35	12.56	未评级
600030.SH	中信证券	24.89	1.16	1.44	1.67	21.46	17.32	未评级
601211.SH	国泰君安	16.95	1.20	1.48	1.67	14.13	11.49	未评级
600958.SH	东方证券	9.02	0.38	0.59	0.72	23.74	15.39	未评级
000776.SZ	广发证券	15.06	1.32	1.56	1.76	11.41	9.66	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 除东方财富外, 上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期;

(2) 中金公司 H 股价格为港币, 2021 年 5 月 17 日汇率 (1 港币=0.83 人民币)

5、风险提示

- 政策落地不及预期;
- 市场竞争不断加剧, 券商财富管理市占率增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn