

中航证券研究所  
 分析师 薄晓旭  
 证券执业证书号 S0640513070004  
 研究助理 师梦泽  
 证券执业证书号 S0640120110027  
 电话: 010-59219557  
 邮箱: shimz@avicsec.com

## 2020 年年报及 2021 年一季报总结： 政策红利推动业绩提升，强者恒强错位竞争

行业分类：非银金融

2021 年 05 月 26 日

证券行业评级	增持
--------	----

基础数据 (2021.5.24)	
沪深 300 指数	5155.59
总股本 (亿股)	2787.67
流通 A 股 (亿股)	2,125.08
流通 A 股市值 (亿元)	13,806,860.94
每股净资产 (元)	7.59
PE (TTM)	21.22
PB (LF)	1.71
ROE	2.2440



数据来源：Wind, 中航证券研究所

### 投资要点：

- **政策利好和宽松的流动性环境促使 2020 年券商行业实现仅次于 2015 年的较高业绩。**2020 年，申万券商指数累计上涨 13.93%，跑赢大盘 0.06 个百分点。41 家上市券商共实现营业收入为 5269.38 亿元，同比+27.74%，实现归母净利润 1503.44 亿元，同比+36.06%，实现仅次于 2015 年业绩的历史第二高水平。上市券商的 ROE（净资产加权）达到 8.82%，同比+1.71 个百分点，券商盈利能力进一步提升。
- **2021 年，虽然监管政策趋严趋紧，但市场交投活跃，券商行业一季度仍有亮眼表现。**2021 年监管机构开始针对注册制落地之后出现的相关问题出台一系列配套措施加强监管，各券商投行业务成为主要监管目标：一方面，证监会今年以来公布多家券商 IPO 业务处罚公告；另一方面，中证协多次整治债承业务价格战问题。投行业务借助 2020 年丰富的项目储备有在 2021 年一季度仍有亮眼表现，但预计全年增速将不及 2020 年。此外，由于一季度大盘持续震荡，券商投资能力受到一定影响。
- **细分业务方面，经纪业务和投行业务增速最快，经纪业务财富管理转型效果显著，投行业务借助相关政策红利表现亮眼，但进入 2021 年之后，一方面投行业务监管收紧，另一方面主板注册制改革进度不及预期，预计会对投行业绩产生一定影响。**资管业务稳步推进主动化转型，业绩增长也受到一定抑制，但公募基金市场火热带动资管业绩增长。投资业务仍为券商收入主要来源，2021 年市场震荡对券商的投资实力是一个考验。自营业务方面，两融业务规模大幅扩张，股票质押风险持续下降，整体业绩表现亮眼。
- **投资策略上，短期来看，自一月中旬以来板块持续回调，与 2020 年年报及 2021 年一季报业绩有所背离，当前估值仍有一定修复空间。长期来看，我们预计今年板块的增长仍将主要得益于政策红利的推动，尤其是 2020 年 4 月 1 日，证监会取消证券公司外资股比限制，我国资本市场竞争更加激烈，打造“全能投行”乃至“国际一流投行”成为行业必然发展趋势，我们仍然建议关注资本实力雄厚的低估值龙头券商，如华泰证券、国泰君安、海通证券等。**
- **风险提示：**市场波动、主板注册制改革不及预期、监管加强。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航  
 资本大厦中航证券有限公司  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：010-59562524  
 传真：010-59562637

## 目录

一、板块先抑后扬，行业马太效应加剧.....	4
1、板块先抑后扬，券商行情分化.....	4
2、券商业绩大增，行业马太效应加剧.....	6
3、政策引导行业做大做强，券商多项业务迎来实质性利好.....	11
二、业务情况：经纪业务与投行业务领涨.....	12
1、经纪业务——财富管理转型效果显著.....	14
2、投行业务——受益于政策红利，监管逐渐趋严.....	15
3、资管业务——去通道与主动管理转型并重，公募基金发展火热.....	16
4、投资业务——衍生品与权益类投资占比持续上升.....	17
5、信用业务——两融余额大幅提升，股票质押风险逐步化解.....	18
三、投资策略：看好综合实力较强的头部券商.....	20
1、华泰证券（601688）——数字化推动财富管理转型.....	20
2、国泰君安（601211）——全业务链主经纪商服务平台和投行事业部改革 并进.....	21
3、海通证券（600837）——投行项目储备丰富.....	23

## 图表目录

图表 1: 2020 年至今券商行业指数走势 .....	4
图表 2: 证券板块估值 (PB) 走势 .....	5
图表 3: 2020 年券商个股行业涨跌幅排行 .....	6
图表 4: 2021. 4. 30 前券商个股行业涨跌幅排行 .....	6
图表 5: 证券公司营业收入及净利润情况 (亿元) .....	7
图表 6: 证券公司总资产及净资产情况 (亿元) .....	7
图表 7: 2020 年进行增资的证券公司 .....	7
图表 8: 上市券商基本财务情况 .....	8
图表 9: 行业集中度 .....	10
图表 10: 上市券商 2016-2021 一季度及年度加权 ROE (%) .....	10
图表 11: 2020 年证券行业相关政策 .....	11
图表 12: 近五年上市证券公司业务净收入构成 .....	13
图表 13: 近五年券商业净收入构成 .....	13
图表 14: 近五年 A 股股基成交额及增速 .....	14
图表 15: 2011-2020 年佣金率 .....	14
图表 16: 代理买卖证券业务净收入 .....	15
图表 17: 代理销售金融产品 .....	15
图表 18: IPO 承销金额 (亿元) 与增速 .....	16
图表 19: 再融资承销金额 (亿元) 与增速 .....	16
图表 20: 证券公司受托管理资本金总额与增速 .....	17
图表 21: 证券公司资产管理规模 (亿元) .....	17
图表 22: 公募基金资产净值变化 (亿元) .....	17
图表 23: 2020 年股、债基准指数涨幅走势 .....	18
图表 24: 上市券商投资净收益及收益率 .....	18
图表 25: 金融资产构成 (亿元) .....	18
图表 26: 2020 及 2021Q1 两融余额走势 (亿元) .....	19
图表 27: 股票质押参考市值 (百亿元) .....	19
图表 28: 华泰证券 ROE 变化趋势 .....	20
图表 29: 华泰证券近总资产 (亿元) 变化趋势 .....	20
图表 30: 华泰证券营业收入及增长率 .....	20
图表 31: 华泰证券近归母净利润及增长率 .....	20
图表 32: 国泰君安 ROE 变化趋势 .....	21
图表 33: 国泰君安近总资产 (亿元) 变化趋势 .....	21
图表 34: 国泰君安营业收入及增长率 .....	22
图表 35: 国泰君安近归母净利润及增长率 .....	22
图表 36: 海通证券 ROE 变化趋势 .....	23
图表 37: 海通证券近总资产 (亿元) 变化趋势 .....	23
图表 38: 海通证券营业收入及增长率 .....	23
图表 39: 海通证券近归母净利润及增长率 .....	23

## 一、板块先抑后扬，行业马太效应加剧

### 1、板块先抑后扬，券商行情分化

2020年，申万券商指数累计上涨13.93%，与上证综指（+13.87%）涨跌幅基本持平，跑输沪深300指数（+27.21%）13.28个百分点。

2020年年初，由于受新冠肺炎疫情影响，年后首个交易日股市遭深度调整，券商板块截至2月4日累计下跌14.60%。为缓解疫情对经济的冲击，央行通过降准、公开市场操作和中期借贷便利操作，加大逆周期调节力度，逆回购与MLF中标利率均下降10个基点，保持市场流动性合理充裕，市场重振信心，券商板块跟随大盘实现上涨。2月4日至3月5日，券商板块累计上涨19.18%，跑赢上证综指（+9.46%）9.73个百分点。3月，受海外疫情、原油价格波动等全球因素的冲击，A股市场同样受到较大影响，券商板块跟随大盘大幅回调，3月5日至4月1日，上证综指累计下跌11.05%。券商板块累计下跌16.86%。

2020年2季度，随着国内疫情得到控制，经济开始复苏，大盘震荡上行，但市场活跃度下降，成交量萎缩，加上大盘持续震荡缺乏对券商股的刺激，券商板块在4月1日至6月14日期间表现低迷，行业涨跌幅保持在-9%至-15%区间震荡。券商PB估值始终保持在1.5倍上下的较低估值水平，此时券商估值基本处于2013年以来20分位以下，估值亟待修复。

6月中旬至7月，证监会发布了创业板注册制改革相关制度，7月3日，证监会发布了《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》等，受益于政策利好，券商板块出现估值修复行情，在6月14日至7月13日，申万券商指数上涨39.45%，大幅跑赢大盘，PB估值也修复至2.0上下，位于历史较高分位点。

7月中旬之后，中美摩擦加剧，市场风险偏好下降，交投热度回落，流动性层面上，国内疫情基本得到控制，经济持续向好，央行开始重视货币政策的结构性和精准直达性，宽货币逐渐转向宽信用，货币政策有所收紧。券商板块持续处于震荡下行的态势，7月13日至12月31日，券商板块累计下跌12.98%，PB估值仍处于1.98的历史较高位。

2021年1月1日至1月12日，券商股跟随大盘小幅上涨6.11%，随后，机构抱团股上涨，非重仓的券商股表现低迷，与大盘走势产生分化。节后整体市场风格切换，券商板块持续走弱，1月12日至4月30日，券商指数累计下跌23.96%，PB估值为1.62，位于2016年以来40分位点。

图表 1: 2020 年至今券商行业指数走势



数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 2: 证券板块估值 (PB) 走势

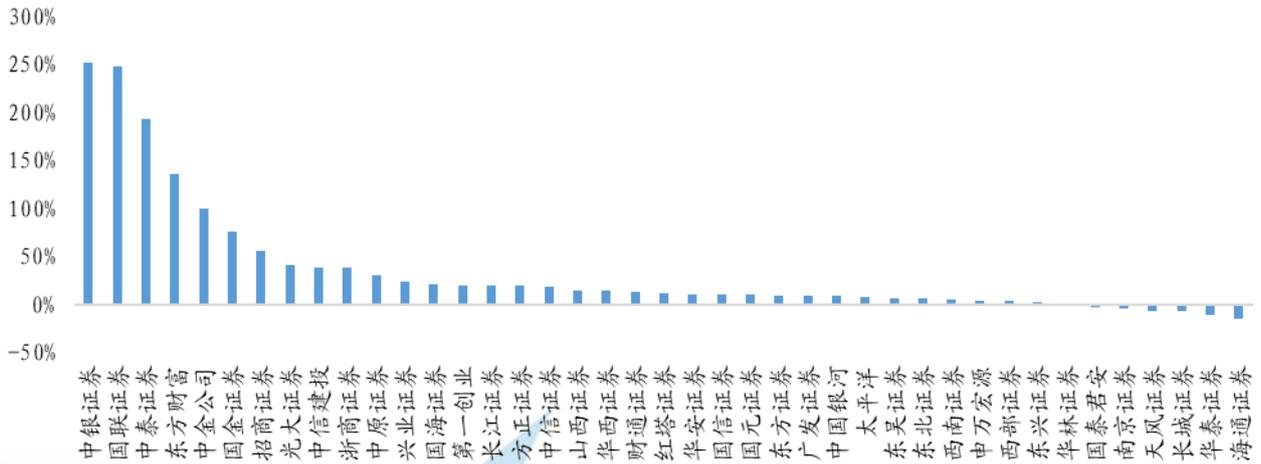


数据来源: Wind, 中航证券研究所

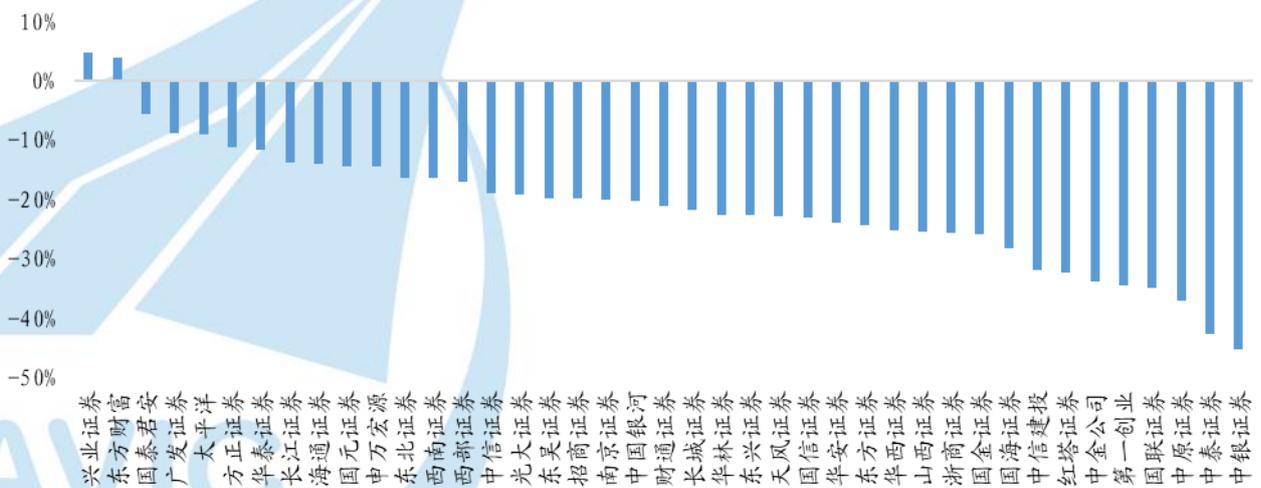
个股层面, 2020年, 41家上市券商中, 35家股价上涨, 涨幅前五的券商分别为中银证券(+251.60%), 国联证券(+248.53%), 中泰证券(+193.19%), 东方财富(+136.34%), 中金公司(+99.66%) 其中中银证券、国联证券、中泰证券、中金公司均为2020年上市, 剔除新股后排名进入前五的个股还包括国金证券(+75.76%)、招商证券(+56.14%)、光大证券(+41.59%)、中信建投(+39.01%)。2021年第一季度, 排名前五的券商是兴业证券(+4.72%)、东方财富(+4.00%)、国泰君安(-5.53%)、广发证券(-8.78%)、太平洋证券(-9.07%)。

结合2020年的个股涨跌幅排名我们可以看出, 一方面, 受益于8月14日证监会发布的《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定(试行)》, 具有银行、保险协同资源的互联网券商或金控系

券商具有较大优势，如东方财富、兴业证券、招商证券等。另一方面，资本实力雄厚、综合实力较强的头部券商涨幅较大，如国泰君安、招商证券、广发证券等。这类公司更能在注册制等一系列利好政策中受益，且在严监管的环境下具备更强的抗风险能力。

**图表 3：2020 年券商个股行业涨跌幅排行**


数据来源：Wind，中航证券研究所

**图表 4：2021.4.30 前券商个股行业涨跌幅排行**


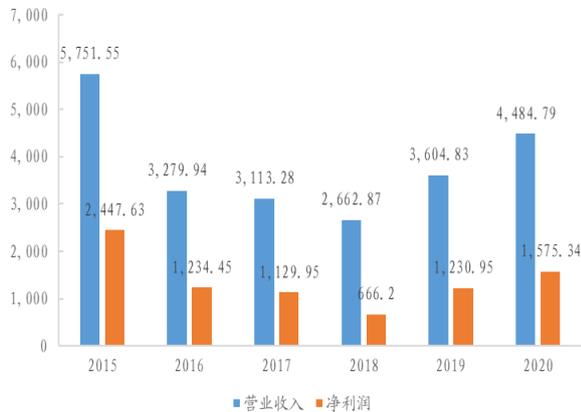
数据来源：Wind，中航证券研究所

## 2、券商业绩大增，行业马太效应加剧

随着并购重组、再融资新规依次落地，创业板注册制稳步推进，证券行业政策红利凸显，加上市场交易活跃度大幅提升，2020 年证券公司营收及净利润均实现仅次于 2015 年的历史第二高业绩。根据证券业协会数据口径，2020 年，证券行业实现营业收入 4,484.79 亿元，比上年同期增加 879.96 亿元，同比增长 24.41%；实现净利润 1,575.34 亿元，比上年同期增加 344.39 亿元，同比增长 27.98%，127 家证券公司实

现盈利。

图表 5: 证券公司营业收入及净利润情况 (亿元)



图表 6: 证券公司总资产及净资产情况 (亿元)



数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

截至 2020 年 12 月 31 日, 证券行业总资产为 8.90 万亿元, 净资产为 2.31 万亿元, 分别同比增加 22.50%、14.10%。客户交易结算资金余额 (含信用交易资金) 1.66 万亿元, 受托管理资金本金总额 10.51 万亿元。注册制全面推行的背景之下, 券商有增加资本金进行业务拓展的需求; 加上经历了 2018 年股票质押风险之后, 券商都意识到通过补充资本金、夯实资本实力来提升抗风险能力的重要性, 2020 年资本市场稳健向好, 提供了较好的融资时点, 因此较多券商通过定向增发、配股等方式进行增资, 提升资本实力。

图表 7: 2020 年进行增资的证券公司

日期	券商	内容	金额
1月23日	国海证券	配股	39.94 亿元
3月6日	天风证券	配股	53.49 亿元
3月10日	东吴证券	配股	59.88 亿元
3月10日	华安证券	可转债	28 亿元
3月13日	中信证券	定向增发	134.6 亿元
4月2日	西部证券	定向增发	75 亿元
4月18日	民生证券	非公开发行股份	25 亿元
5月18日	英大证券	大股东增资	22.75 亿元
5月18日	开源证券	大股东增资	28 亿元
5月29日	五矿证券	大股东增资	25 亿元
6月12日	山西证券	配股	38.05 亿元
7月7日	招商证券	配股	127.04 亿元
7月21日	第一创业	定向增发	42 亿元
7月24日	西南证券	定向增发	49 亿元
7月24日	中原证券	非公开发行	36.45 亿元
8月5日	信达证券	非公开发行	13 亿元
8月5日	安信证券	大股东增资	79.44 亿元

8月7日	海通证券	定向增发	200亿元
8月12日	湘财证券	大股东增资	9.7亿元
8月13日	国信证券	定向增发	150亿元
8月21日	万和证券	非公开发行	40亿元
9月8日	东方财富	股东以债权及现金增资	76.5亿元
9月30日	首创证券	股东增资	40亿元
11月5日	财信证券	股东增资	25亿元
11月10日	南京证券	非公开发行	43.75亿元
12月15日	上海证券	股东增资、控股股东变更	104.68亿元
12月28日	中信建投	非公开发行	38.84亿元

数据来源：公司公告，中航证券研究所

近年来，券商行业经营对资本依赖度越来越高，券商收入的增长更依赖于其净资本的扩张。在监管层“打造具有国际竞争力的航母级券商”、支持行业优胜劣汰做大做强的大背景下，规模较大的全牌照、综合类券商政策红利显著，在净资本存量及增量上优势更明显，盈利能力进一步增强，而中小券商则需要通过在细分领域以及特定区域进行深耕，打造进行专业化、差异化竞争优势。

按照上市公司年报披露口径，截至12月31日，41家A股上市券商合计实现营业收入5269.38亿元，同比+27.74%；合计实现归母净利润1503.44亿元，同比+36.06%；合计实现总资产9.00万亿元，同比+24.20%；实现净资产1.95万亿元，同比+15.29%。加权ROE显著提升，由去年同期的7.14%提升至8.85%，扣除客户保证金的整体杠杆率由年初的3.49倍提升至3.69倍。

营业收入排名前五的券商分别为中信证券、海通证券、国泰证券、华泰证券、申万宏源，中信证券较第二名的海通证券高约162亿；归母净利润排名前五的券商分别为中信证券、国泰证券、海通证券、华泰证券、广发证券；总资产排名前五的券商分别为中信证券、华泰证券、国泰证券、海通证券、中金公司，中信证券总资产超过1万亿，较第二名的华泰证券高约3362亿元；净资产排名前五的券商分别为中信证券、海通证券、国泰证券、华泰证券、招商证券，中信证券较第二名的海通证券高约178亿元；加权平均ROE排名前五的个股为中信建投、东方财富、华林证券、中金公司、兴业证券。

图表8：上市券商基本财务情况

证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		总资产(亿元)		净资产(亿元)		ROE	
	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1
中信证券	543.8	164.0	149.0	51.6	10529.6	11486.3	1858.8	1899.2	8.4	2.8
海通证券	382.2	111.9	108.8	36.2	6940.7	7035.7	1681.3	1716.1	7.9	2.3
国泰君安	352.0	109.4	111.2	44.1	7029.0	6734.5	1462.4	1451.9	8.5	3.3
华泰证券	314.4	87.9	108.2	33.1	7167.5	7446.0	1323.1	1353.2	8.6	2.5
申万宏源	294.1	86.5	77.7	24.3	4911.2	4999.8	900.9	922.5	9.1	2.7
广发证券	291.5	83.2	100.4	25.4	4574.6	4992.8	1022.7	1046.8	10.6	2.6
招商证券	242.8	59.6	94.9	26.1	4997.3	5319.7	1058.2	1079.4	10.9	2.6
中国银河	237.5	75.8	72.4	19.9	4457.3	4583.6	820.1	888.5	9.8	2.6

中金公司	236.6	59.3	72.1	18.8	5216.2	5767.4	718.2	752.5	13.5	2.7
中信建投	233.5	48.0	95.1	17.2	3712.3	3903.4	680.7	695.8	18.2	2.8
东方证券	231.3	51.9	27.2	11.8	2911.2	3085.7	602.3	613.6	4.9	2.0
国信证券	187.8	42.5	66.2	16.8	3027.6	3177.9	809.2	825.8	10.6	2.2
兴业证券	175.8	55.0	40.0	12.0	1810.2	1940.3	408.4	423.0	11.1	3.1
光大证券	158.7	33.3	23.3	7.0	2287.4	2365.9	532.0	537.5	4.7	1.3
浙商证券	106.4	32.6	16.3	4.2	910.9	1053.3	193.5	197.7	9.8	2.2
中泰证券	103.5	24.5	25.3	6.7	1745.1	1818.7	344.3	350.5	7.7	2.0
东方财富	82.4	28.9	47.8	19.1	1103.3	1322.0	331.6	350.9	17.9	5.6
长江证券	77.8	19.7	20.9	7.0	1344.1	1452.1	292.5	298.9	7.6	2.5
方正证券	75.4	20.5	11.0	8.9	1232.6	1383.8	403.6	410.8	2.8	2.2
东吴证券	73.6	17.4	17.1	4.2	1054.7	1076.2	282.1	282.4	6.6	1.5
长城证券	68.7	14.2	15.0	3.0	722.1	807.8	185.3	188.5	8.6	1.7
东北证券	66.1	13.0	13.3	3.4	686.9	732.9	174.1	177.4	8.3	2.0
财通证券	65.3	13.3	22.9	4.5	966.6	955.5	234.6	233.9	10.5	1.9
国金证券	60.6	15.1	18.6	4.8	676.3	689.9	225.4	229.4	8.6	2.1
东兴证券	56.9	8.9	15.4	2.5	863.7	883.4	211.8	213.6	7.4	1.2
红塔证券	55.9	16.6	14.1	2.3	383.2	375.3	147.0	149.5	10.2	1.6
西部证券	51.8	12.5	11.2	2.6	638.6	642.9	261.1	263.6	6.2	1.0
华西证券	46.8	9.6	19.0	3.2	772.3	778.1	213.7	216.6	9.3	1.5
国元证券	45.3	9.2	13.7	3.3	905.6	990.8	308.7	312.0	5.3	1.1
国海证券	44.8	10.7	7.3	1.7	725.5	791.7	190.4	192.0	4.1	0.9
天风证券	43.6	6.8	4.5	0.9	814.1	831.0	222.4	224.2	2.8	0.5
华安证券	33.6	6.2	12.7	1.8	586.1	595.6	148.8	149.6	9.1	1.2
山西证券	33.4	5.2	7.5	1.3	624.5	751.6	174.5	175.6	5.1	0.8
中银证券	32.4	7.3	8.8	2.6	539.6	579.0	150.1	152.7	6.2	1.7
西南证券	31.7	7.5	10.9	2.5	791.9	837.0	250.8	252.0	5.0	1.0
第一创业	31.2	3.6	8.1	0.1	406.4	424.8	144.4	143.8	7.3	0.1
中原证券	31.0	10.8	1.0	1.2	523.8	538.3	141.9	143.1	0.9	0.9
南京证券	23.7	4.9	8.1	1.8	445.7	458.9	159.0	160.8	6.7	1.1
国联证券	18.8	4.7	5.9	1.6	462.2	530.6	105.9	107.5	6.4	1.5
华林证券	14.9	3.6	8.1	1.8	248.0	323.6	60.2	62.0	14.3	3.0
太平洋	11.7	1.3	(7.6)	0.0	226.6	229.6	96.6	96.6	-7.6	0.1

数据来源: Wind, 公司年报, 中航证券研究所

41家A股上市券商今年一季度合计实现营业收入1396.82亿元(+28.84%),合计实现归母净利润441.42亿元(+29.60%),合计实现总资产9.47万亿元(+26.29%),合计实现净资产1.99万亿元(+17.33%)。加权平均ROE显著提升,由去年同期的2.05%提升至2.35%,同比上升0.30pct,扣除客户保证金的整体杠杆率提升至3.79倍。

营业收入方面,排名前五的个股为中信证券、海通证券、国泰证券、华泰证券、申万宏源,中信证券较第二名的海通证券高约52亿。归母净利润排名前五的个股为中信证券、国泰证券、海通证券、华泰证券、招商证券,中信证券较第二名的海通证券高约7.5亿。总资产排名前五的券商分别为中信证券、华泰

证券、海通证券、国泰证券、中金公司，中信证券较第二名的华泰证券高约 4040 亿元；净资产排名前五的券商分别为中信证券、海通证券、国泰证券、华泰证券、招商证券，中信证券较第二名的海通证券高约 183 亿元；加权平均 ROE 排名前五的个股为东方财富、国泰君安、兴业证券、华林证券、中信证券，其中东方财富加权 ROE 为 5.60%，远超其他券商。

在当前建设多层次资本市场的背景下，监管鼓励创新政策不断落地给行业带来新的利润增长点，加上宏观经济压力尚存，逆周期政策持续，通过利率下行、交易量增大、风险偏好提升等方式利好券商板块，头部券商受益于政策红利，在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局等方面竞争优势突出，行业集中度提升明显。

**图表 9：行业集中度**

		2018	2019	2020
营业收入	CR5	43.22%	43.55%	42.07%
	CR10	66.02%	69.45%	69.76%
净利润	CR5	48.80%	40.14%	38.68%
	CR10	76.96%	63.54%	65.02%

注：排名前五与前十的营业收入与净利润总和数据来自企业年报

数据来源：WIND，中证协，中航证券研究所

从 ROE 角度看，上市券商的 ROE 在 2018 年触底之后连续两年上升，在 2020 年达到近五年的最高值 8.85%，较上年同期上涨 1.71pct，显著高于行业水平。2018-2020 年行业与上市券商 ROE 水平差距分别为 0.86pct、1.04pct 与 2.03pct。这一差距在近两年内不断扩大，2020 年达到了近五年的最大值。主要是由于行业龙头券商的盈利能力水平较高，与中小型券商的差距越来越大，带动上市券商整体盈利能力表现优异。2021 年一季度上市券商在业绩的带动下实现加权 ROE 2.36%，较去年同比上升 0.30pct。

**图表 10：上市券商 2016-2021 一季度及年度加权 ROE (%)**


数据来源：Wind，中航证券研究所

### 3、政策引导行业做大做强，券商多项业务迎来实质性利好

2020年，以注册制改革为契机，资本市场改革进一步深入，券商发展环境得到优化。政策引导释放积极信号，券商多项业务迎来实质性利好。(1)新证券法推进市场改革，注册制有望全面推行。证监会发布的《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》等多条管理办法，开启了我国资本市场注册制改革的序幕。10月31日，国务院副总理刘鹤在金融稳定发展委员会专题会议上指出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。IPO、再融资政策条件的放宽使券商投行业务收入显著提升。(2)基金投顾、基金托管、场外期权等业务资格的放开拓宽券商的业务空间。基金投顾、基金托管业务的开放促进券商财富管理业务模式转型。证券公司转融通业务取消保证金提取比例限制，两融业务快速增长，为券商带来增量收入。

图表 11: 2020 年证券行业相关政策

相关业务	日期	来源	文件	核心内容
财富管理	2月29日		基金投顾获批	国泰君安、银河证券、中信建投、申万宏源、华泰证券、中金公司、国联证券获得基金投顾业务试点资格
	3月6日	证监会	降低投资者保护基金比例	对证券公司缴纳证券投资者保护基金的比例进行调整，A类、B类、C类、D类证券公司，分别按照其营业收入的0.5%、0.6%、0.7%、0.7%的比例缴纳2019年度证券投资者保护基金，预计行业2019年度缴纳金额将下降8%，2020年度缴纳金额将下降45%。
	7月7日	证监会	证券投资基金托管业务管理办法	一是允许符合条件的外国银行在华分行申请基金托管资格；二是完善监管安排，防范基金托管业务风险；三是进一步简化申请材料优化审批程序；四是统一商业银行与其他金融机构准入标准与监管要求。
投行	2月17日	证监会	上市公司再融资制度部分条款调整涉及的相关规则	简化发行条件，优化非公开制度安排等
	4月27日	中央全面深化改革委员会	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	一是构建市场化的发行承销制度，对新股发行定价不设任何行政性限制，建立以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售等机制。二是完善创业板交易机制，放宽涨跌幅限制，优化转融通机制和盘中临时停牌制度。三是构建符合创业板上市公司特点的持续监管规则体系，建立严格的信息披露规则体系并严格执行，提高信息披露的针对性和有效性。四是完善退市制度，简化退市程序，优化退市标准。完善创业板公司退市风险警示制度。对创业板存量公司退市设置过渡期。
	5月29日	证监会	《关于修改〈证券公司四级债管理规定〉的决定》	允许证券公司发行次级债券，为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间等。
	6月3日	国务院金融委	《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》	加快推进新三板改革，积极稳妥实施公开发行，选择符合条件的企业作为精选层，允许公募基金投资，建立新三板挂牌公司转板上市场机制，明确转板范围、条件、程序等基本要求等。
	6月12日	证监会	《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》	共七章、七十五条，主要内容包括：一是精简优化创业板首次公开发行股票的条件，将发行条件中可以由投资者判断的事项转化为更加严格的信息披露要求，强调按照重大性原则把握企业的法律合规性和财务规范性问题。二是对注册程序作出制度安排，实现受理和审核全流程电子化和全流程公开，减

轻企业负担，提高审核透明度。三是强化信息披露要求，严格落实发行人等相关主体在信息披露方面的责任，制定针对创业板企业特点的差异化信息披露规则。四是明确市场化发行承销的基本规则，并规定定价方式、投资者报价要求、最高报价剔除比例等事项应同时遵守深交所相关规定。五是强化监督管理和法律责任，加大对发行人、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度。

6月12日	证监会	《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	共七章、九十三条，主要包括：一是明确适用范围，二是精简优化发行条件，三是明确发行上市审核和注册程序，四是强化信息披露要求，五是对发行承销作出特别规定，六是强化监督管理和法律责任。	
6月12日	证监会	《证券发行上市保荐业务管理办法》	修订的主要内容有：一是与新《证券法》保持协调衔接，调整审核程序相关条款，完善保荐代表人管理。二是落实创业板注册制改革要求，明确发行人及其控股股东、实际控制人配合保荐工作的相关要求。三是强化保荐机构内部控制要求，将保荐业务纳入公司整体合规管理和全面风险管理范围。四是加大问责力度，丰富监管措施类型，提高违法违规成本。	
6月12日	深交所	发布《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则》、《深圳证券交易所创业板首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》、《深圳证券交易所创业板上市公司证券发行上市审核规则》等一系列文件，制定、修订了业务规则，主要涉及上市条件、审核标准、股份减持制度、持续督导等方面。		
12月4日	证券业协会	《证券公司保荐业务规则》	一是保代登记采取事后自律管理；二是建立保荐机构执业质量评价机制，构建市场化的约束机制；三是建立保荐代表人名单分类机制，目前已建立三类名单，对保荐代表人实施动态分类管理；四是鼓励券商实行长期激励机制，采取业务包干等承包方式或其他形式进行过度激励将受到处罚；五是完善保荐代表人专业能力水平评价测试豁免条件；六是优化保荐业务收费原则，从机构、人员、业务等七个方面确定收费原则；七是完善保荐机构内部问责机制，要求保荐机构明确保荐业务人员履职规范和问责措施。	
6月12日	深交所	《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》	扩大出借人范围，公募、社保基金、险资和战略投资人可作为借人；引入市场化约定申报；证券公司借入股票的当日可供客户融券卖出；放宽转融通申报数量限制等。	
信用	7月3日	证金公司	修改《转融通业务保证金管理实施细则（试行）》、《转融通业务合同》	取消证券公司转融通业务保证金提取比例限制
投资	9月25日	证券业协会	《证券公司场外期权业务管理办法》	主要包括五个方面：一是灵活设置资质要求；二是适度扩大标的范围；三是优化投资者适当性；四是稳定业务预期；五是强化监测监控。

数据来源：中航证券研究所整理

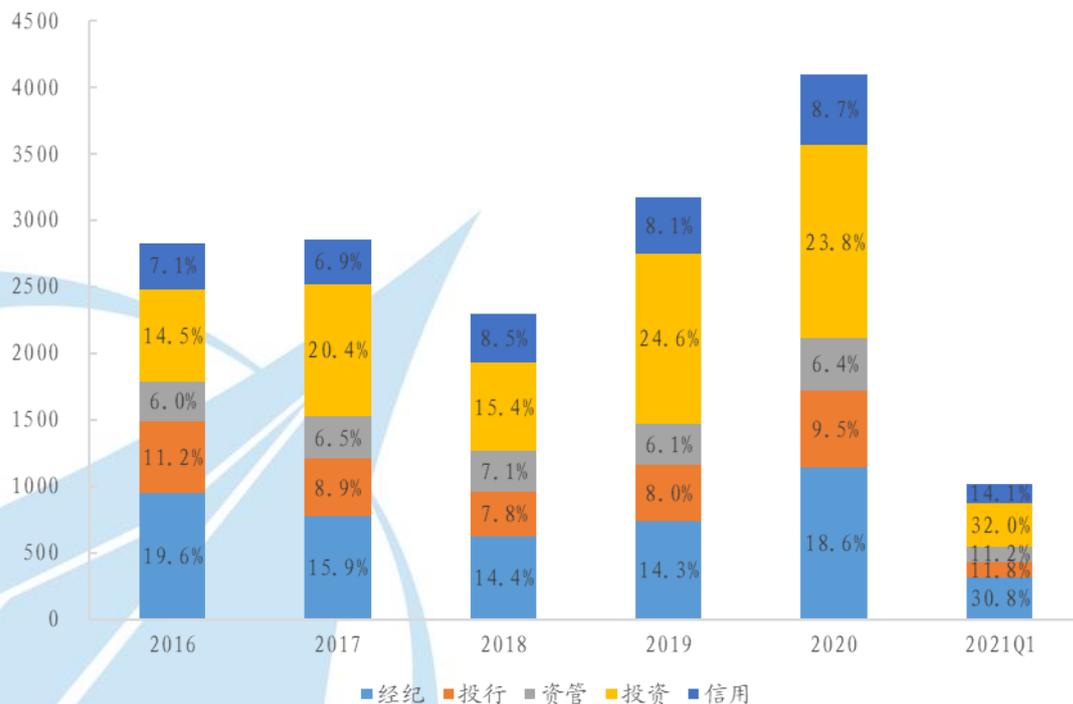
## 二、业务情况：经纪业务与投行业务领涨

券商各细分业务表现出色，根据上市公司年报披露数据，2020年，40家上市券商（由于东方财富年报披露方式不同，将其剔除）各业务板块净收入分别为：经纪业务净收入（含交易单元席位租赁）1140.34亿元，占比27.8%，同比增长53.7%；投行业务净收入580.44亿元，占比14.2%，同比增长39.4%；资管业务净收入389.17亿元，占比9.5%，同比增长23.8%；投资业务净收入1455.32亿元，占比35.5%，同比

增长 13.8%；信用业务净收入 533.93 亿元，占比 13.0%，同比增长 26.7%。投资业务和经纪业务在上市券商利润构成中占比较大，但自 2019 年开始，投行业务占比不断缩小，经纪业务占比持续扩大。

2021 年第一季度，经纪业务净收入共 313.62 亿元，同比增加 14.6%，占比 30.8%，较上年末提升 3.0pct；投行业务净收入 120.56 亿元，同比增加 34.2%，占比 11.8%，较上年末下降 2.3pct。资管业务净收入 114.51 亿元，同比增长 34.7%，占比 11.2%，较上年末提升 1.7pct；投资业务净收入 326.32 亿元，同比增长 14.2% 占比 32.0%，较上年末下降 3.5pct；信用业务净收入 143.83 亿元，同比增长 23.2%，占比 14.1%，较上年末上升 1.1pct。整体来看，上市券商营收结构较为稳定。

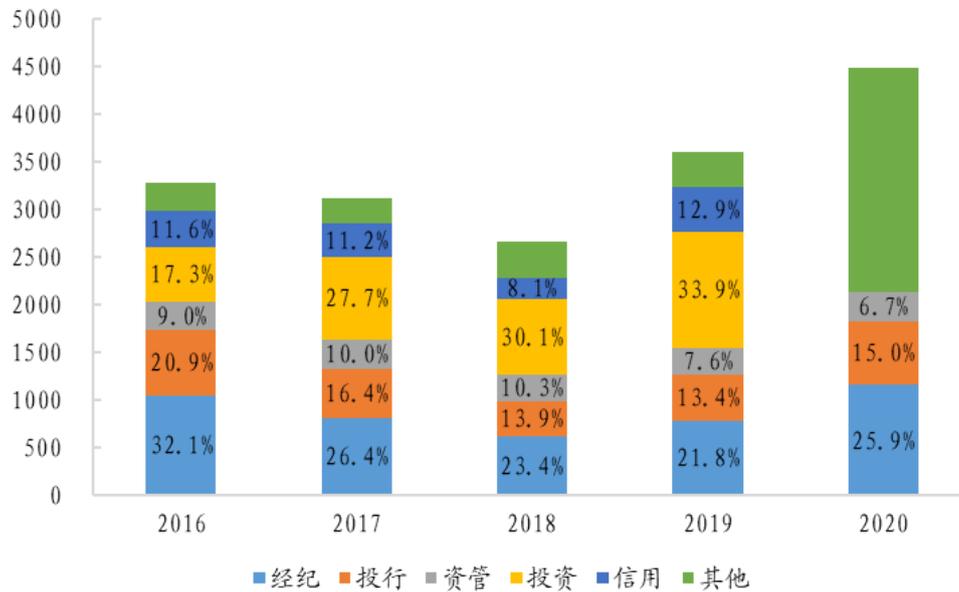
**图表 12：近五年上市证券公司业务净收入构成**



数据来源：Wind，中航证券研究所

根据中证协发布的数据口径，从已有数据看，2020 年，券商资管、投行、经纪业务等牌照业务营收占比一反前两年的下降趋势，均有所提升。其中经纪业务占比 25.9%，较上年同期提升 4.0pct；投行业务占比 15.0%，较上年同期提升 1.6pct；资管业务占比 6.7%，较上年同期下降 1.0pct。经纪业务与投行业务占比持续提升，资管业务占比下降。

**图表 13：近五年券商业净收入构成**



数据来源：中证协，中航证券研究所

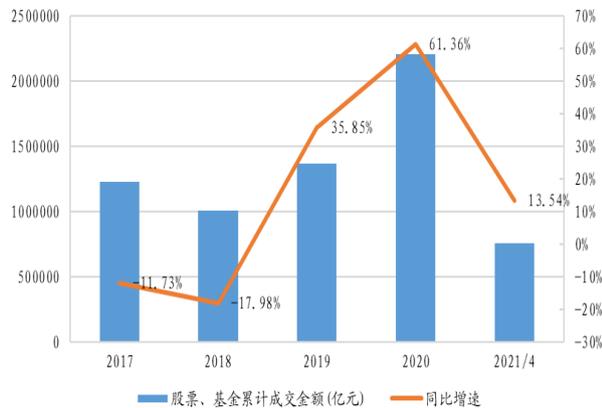
## 1、经纪业务——财富管理转型效果显著

2020年得益于资本市场的改革、流动性宽松等综合性因素的影响，国内证券市场整体活跃度显著提升，股票成交额伴随大盘走势呈震荡上升态势，截止2020年12月31日，全年累计有48个交易日单日成交额突破1万亿，月平均成交额17.17万亿元，比2019年月均成交额10.57万亿增长62.41%。市场全年股基成交额220.45万亿元，较上年提升61.36%。2020年陆港通北向资金净流入12024.09亿元，较2019年提升了2089.32亿元，同比上涨21.03%。受益于此，行业经纪业务实现较高增长。2020年证券行业代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1,161.10亿元，同比增长47.42%。

随着佣金率不断下降，经纪业务利润空间被压缩，经纪业务在券商总收入中的占比已从2011年的50.67%下降至2020年的25.89%。同时，随着我国经济的稳步增长，高净值人群的数量和资产规模不断攀升，券商财富管理市场空间广阔。目前券商大多都在积极向财富管理转型，并取得显著成效。2020年，证券行业实现代理销售金融产品净收入134.38亿元，同比增长148.76%；实现投资咨询业务净收入48.03亿元，同比增长26.93%。头部券商中，中信证券2020年实现代理销售金融产品净收入19.65亿元，占全行业14.62%，且中信证券代销金融产品业务净收入在本公司经纪业务净收入中占比达到18.20%。国泰君安和招商证券分别实现代销金融产品净收入4.37亿元和6.27亿元，同比增长235.47%和219.25%，均实现较大增长。

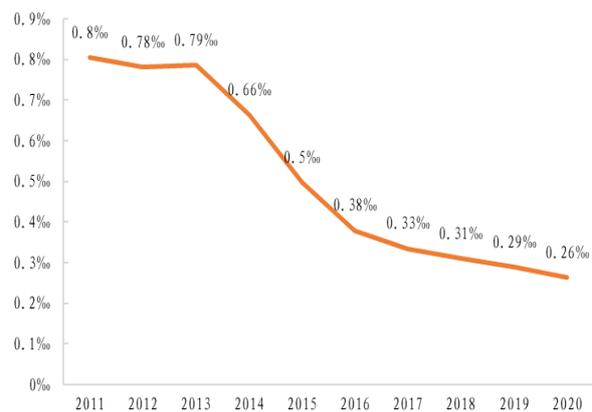
图表 14：近五年 A 股股基成交额及增速

图表 15：2011-2020 年佣金率



数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 16: 代理买卖证券业务净收入



数据来源: Wind, 中证协, 中航证券研究所

图表 17: 代理销售金融产品



数据来源: 中证协, 中航证券研究所

数据来源: 中证协, 中航证券研究所

注: 由于 2020 年中证协尚未披露代销金融产品业务收入, 此处以净收入代替。

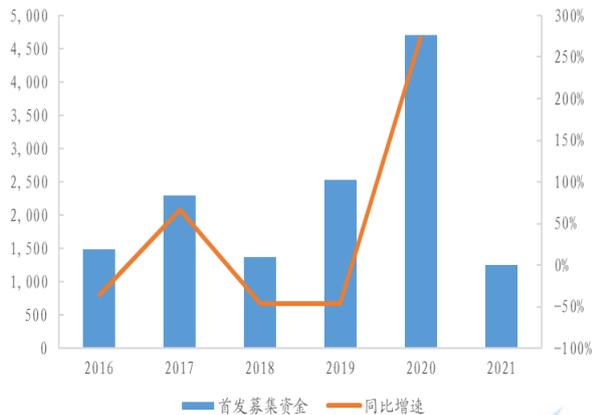
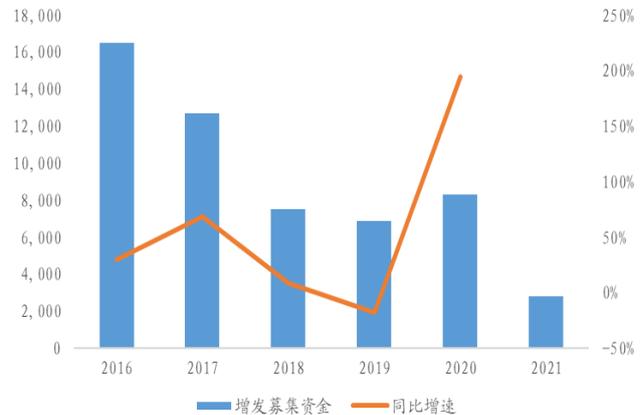
## 2、投行业务——受益于政策红利，监管逐渐趋严

随着新《证券法》正式实施和科创板、创业板注册制改革推进，投行业务迎来黄金发展期。2020 年投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比大幅增加 39.26%。

注册制改革对股权融资类业务尤其是 IPO 业务影响显著。2020 年，一级市场股权融资发行上市 1031 家，同比增长 61.60%，共计募集资金 16676.54 亿元，同比增长 8.19%。其中，IPO 发行数量大幅增加，全年发行上市 396 家，同比增长 95.07%，募集资金 4699.63 亿元，同比增加 85.57%；再融资全年发行上市 362 家，同比增长 44.22%，募集资金 8341.37 亿元，同比增加 21.11%。《上市公司证券发行管理办法》修订后，再融资产品结构发生变化，现金类定向增发项目合计募集资金规模人民币 5445.12 亿元，同比增长 334.86%。

同时，债券融资市场也得到较快发展。2020 年我国券商共计承销债券 41029 只，同比上涨 46.38%，

总承销金额 10.05 万亿元，同比增加 32.08%。其中共计承销企业债 661 只，同比上升 15.36%，募集资金 3926.39 亿元，同比上升 9.10%；公司债 6422 只，同比上涨 53.67%，募集资金 33695.12 亿元，同比上涨 32.85%。

**图表 18: IPO 承销金额 (亿元) 与增速**

**图表 19: 再融资承销金额 (亿元) 与增速**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

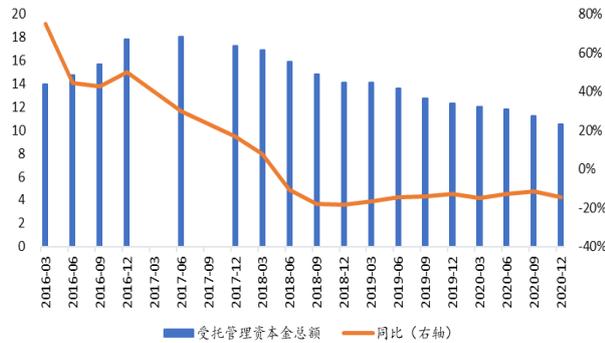
证监会在 2020 年坚持“建制度、不干预、零容忍”的治理理念，优化 IPO、再融资制度，持续推进注册制改革，利好券商尤其是投行业务发展，投行业绩大幅增长。今年以来，个别企业带病闯关引发证监会及相关机构加强了对投行业务的监管力度，包括：3 月 19 日，中国证监会主席易会满在中国发展高层论坛圆桌会上明确指出注册制绝不意味着放松审核要求；4 月 6 日，证监会公布了 37 条对券商违规的处罚信息，其中 29 条处罚信息涉及投行业务违规，大部分处罚内容与 IPO 业务相关，包括对发行人核查不充分、内部控制有效性不足、未勤勉尽责督促发行人、对发行人商业贿赂等；4 月 7 日，中证协发布了《公司债券承销报价内部约束指引》，严格限制债券承销“价格战”的发生；4 月 22 日，沪深交易所发布《公司债券审核重点关注事项》，重点针对关注事项及相关信息披露要求作出具体规定等一系列措施，均体现出来监管部门对投行业务监管趋严，未来预计在强监管政策的持续下，将进一步利好投行综合实力较强的头部券商。

### 3、资管业务——去通道与主动管理转型并重，公募基金发展火热

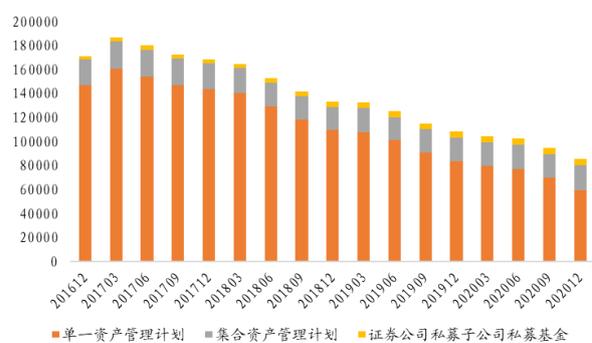
受资管新规影响，去通道和去杠杆是券商资管这两年的主要方向，2020 年，券商资管业务资产规模持续下滑，根据中基协统计数据显示，证券公司及其子公司 2020 年共计实现资产规模 85530.62 亿元，同比下降 21.03%。其中，定向资管业务资产规模为 59202.9 亿元，同比下降 29.38%，产品数量 11406 只，同比下降 2.41%。同时，各家券商也在积极开展主动管理转型，资管业务收入企稳回升，2020 年实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。其中，以主动管理为主的集合资管业务资产规模为 20903.65 亿元，同比上升 6.67%，产品数量 5448 只，同比上升 25.01%。

证券资管业务在主动化管理转型的同时，随着政策的支持和股票市场的高度活跃，公募基金也成为一个主要的发展方向。2020 年 7 月，证监会对《证券投资基金管理公司管理办法》进行了修订，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构，允许符合条件的外国银行在华分行申请基金托管资格。公

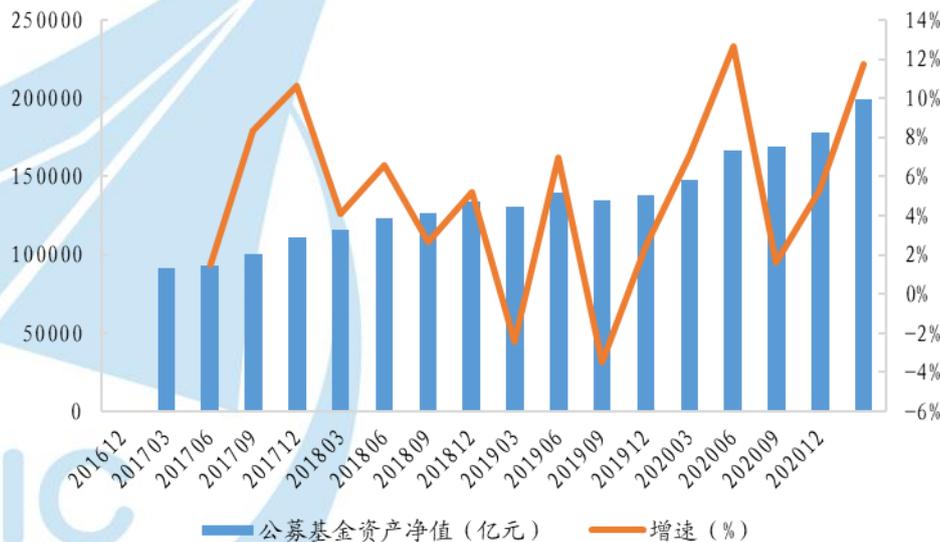
募基金的规模在 2020 年实现高速增长，截至 2020 年 12 月末，公募基金管理机构共发行 7913 只公募基金，较年初增长 20.92%，所管理的公募基金资产净值为 19.89 万亿元，较年初增长 34.70%。其中混合基金资产净值涨幅最大，2020 年实现资产净值 4.36 万亿，同比增长 130.78%。

**图表 20: 证券公司受托管理资本金总额与增速**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图表 21: 证券公司资产管理规模 (亿元)**


数据来源: 中基协, 中航证券研究所

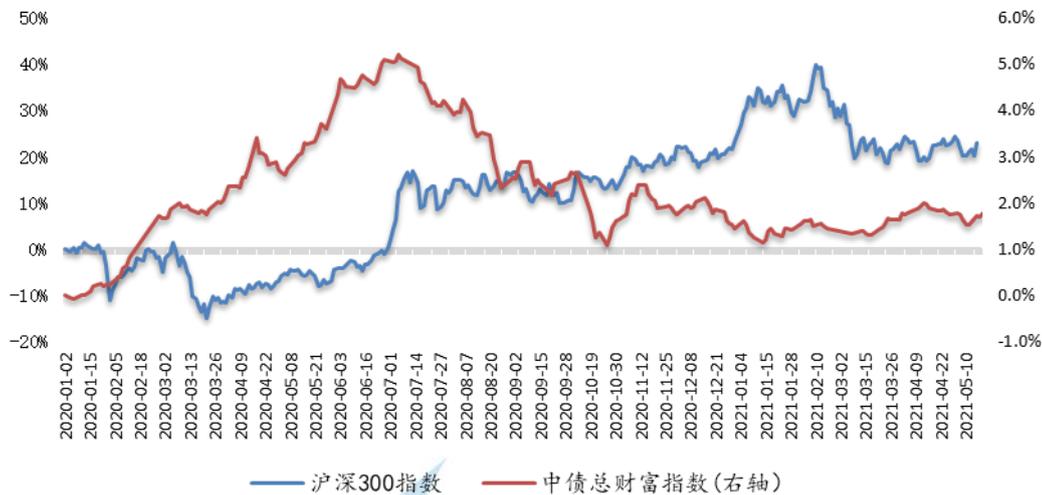
**图表 22: 公募基金资产净值变化 (亿元)**


数据来源: 中基协, 中航证券研究所

#### 4、投资业务——衍生品与权益类投资占比持续上升

2020 年，由于我国疫情防控及时有效，以及市场流动性充沛，股市和债市均表现活跃。全年沪深 300 指数年内收益率 27.21%；中债总财富（总值）指数年内收益率 3.07%。从上市公司的表现来看，40 家上市券商的合计投资净收益为 1665.03 亿元，同比上升 40.70%。2020 年，投资业务的主要业绩增长点在以下几个方面：一方面，随着我国资本市场的不断完善，衍生工具更加丰富，衍生品业务在 2020 年实现高速发展。40 家上市券商的衍生金融资产规模共计 515 亿元，同比上升 152.54%。另一方面，权益类投资在券

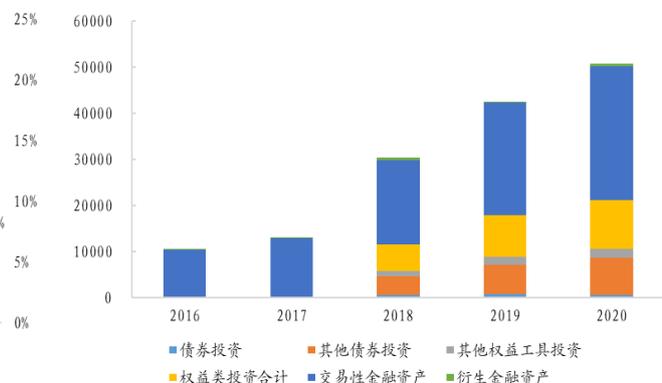
商投资业务中也占据重要地位。40家上市券商的共实现权益类投资规模10638.40亿元，同比上涨18.67%。其中其他债权投资规模最大，2020年共计实现8040.45亿元，同比增长23.61%。

**图表 23: 2020 年股、债基准指数涨幅走势**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图表 24: 上市券商投资净收益及收益率**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图表 25: 金融资产构成 (亿元)**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

## 5、信用业务——两融余额大幅提升，股票质押风险逐步化解

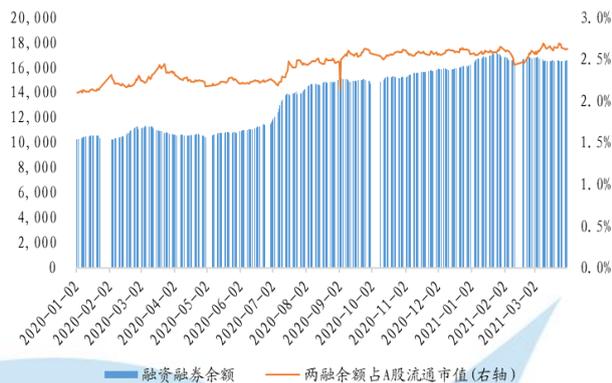
2020年，创业板注册制的落地也为两融业务带来了较大发展，《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》的出台一方面扩大了出借人范围和转融通券源，使得融券业务实现高水平的发展，2020年融券余额约增长9倍，2021年一季度约同比增长7倍；另一方面，《规定》放宽了申报数量和时间的限制，增加了交易的灵活性。在相关政策和杠杆提升的促进下，两融市场整体活跃度较高。

2020年末，市场融资融券余额16,189.68亿元，较上年末增加58.85%，其中融资余额14,819.95亿元，较上年末增长47.39%，融券余额1,369.73亿元，较上年末增长897.04%。2020年两融日均12,955.33亿元，同比上涨42.11%，其中融资年日均余额12,417.71亿元，同比上涨37.79%，融券年日均余额537.62

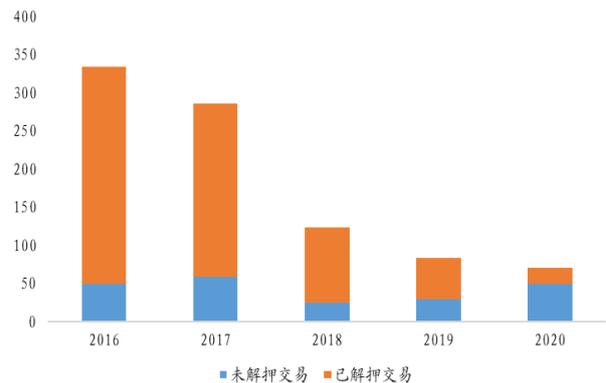
亿元，同比上涨 417.33%。

2021 年一季度两融市场持续高增长态势，实现两融余额 16,547.25 亿元，同比增加 55.36%，较 2020 年期末环比上涨 2.21%。其中融资余额 15,096.84 亿元，同比上涨 44.14%，环比上涨 1.87%；融券余额 1,450.42 亿元，同比增长 718.80%，环比增长 5.89%。2021 年第一季度两融日均 16,709 亿元，同比上涨 55.49%，其中融资日均余额 15,278 亿元，同比上涨 44.04%，融券日均余额 1,431 亿元，同比上涨 927.40%。

**图表 26: 2020 及 2021Q1 两融余额走势 (亿元)**



**图表 27: 股票质押参考市值 (百亿元)**



数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

自 2018 年以来，监管部门不断强化对股票质押业务风险的把控，券商股权质押数和质押余额持续下降。2020 年，监管部门持续股票质押业务控增量消存量降风险的发展方向，国务院发布的《关于进一步提高上市公司质量的意见》中将股票质押风险视为当前影响上市公司质量的痛点，计划和有关部门共同出台场内外质押一致性监管的政策，加强信息共享，强化监控，支持银行、证券、保险、私募等各类机构积极参与风险化解，推动质押风险的总量不断下降等一系列预防措施。

2020 年，股票质押业务持续下降，券商股票质押股数合计 535.76 亿股，较上年同比减少 37.83%，对应参考市值 7,148.78 亿元，较上年减少 1,288.41 亿元，同比减少 15.27%。其中，未解押参考市值 4971.79 亿元。40 家上市券商股票质押式回购共计 3025.77 亿元，较上年减少 839.24 亿元，同比下降 21.71%，股票质押风险进一步化解。

两融业务和股票质押业务的快速发展也导致了 2020 年信用减值损失大幅上升。2020 年 40 家上市券商信用减值损失共计 330.82 亿元，较去年同比上升 70.34%。其中中信证券信用减值损失最高，达到 65.81 亿元，同比上升 247.89%。减值损失超过 10 亿的券商还海通证券、东方证券、中信建投、国泰证券、华泰证券。2021 年第一季度 40 家上市券商信用减值损失共计 13.81 亿元，较去年同比下降 67.19%，信用减值损失过高这一现象得到明显改善，股票质押风险监管效果开始显现，已有风险出清迹象。

从行业整体以及业务板块的经营数据来看，2020 年，券商各业务板块均实现一定程度的上涨。经纪业务、投行业务与信用业务中的两融业务的显著受益于注册制改革，业绩增幅名列前茅，业务规模显著提升。资管业务受到业务转型与严监管的影响，业务规模基本不变，但资管业务的收入实现增长，主动管理转型稳步推进。投资业务受市场景气度影响较大，在 2020 年市场活跃的情况下，业绩表现较好。

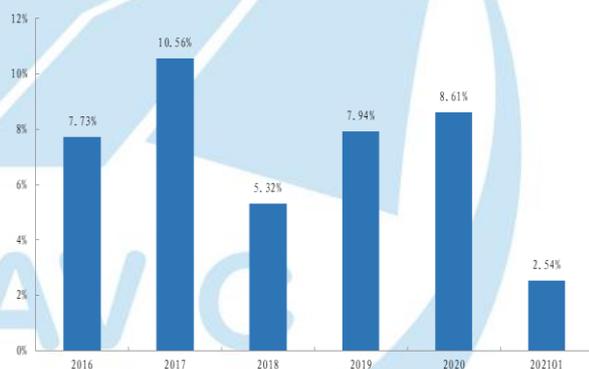
### 三、投资策略：看好综合实力较强的头部券商

2020年，随着新《证券法》、注册制改革等一系列政策的落地，我国资本市场体系逐步优化完善，促进券商板块基本面持续向好，经纪业务、投行业务和自营业务表现亮眼。同时，我国金融对外开放加速，也促使越来越多外资机构入驻，行业竞争加剧。一方面，为了加强自身获客能力和协同服务能力，数字化转型和科技赋能成为券商的普遍共识；另一方面，马太效应越来越强，各类资源快速向头部券商集中，头部券商在项目储备、人才竞争、净资本存量及增量上优势更明显，盈利能力进一步增强。在此背景下，建议关注资本实力雄厚、数字化转型发展较好的龙头券商，如华泰证券、国泰君安、海通证券等。

#### 1、华泰证券（601688）——数字化推动财富管理转型

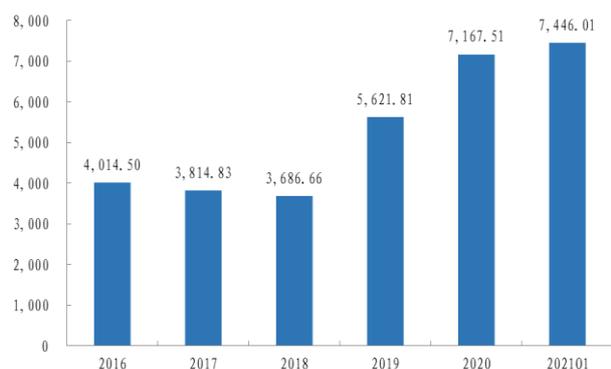
华泰证券近年来坚持以科技驱动为导向，建立全方位科技赋能的全业务链优势，搭建了客户导向的组织架构及机制。公司作为头部券商，本身具备庞大的客户基础，在中国境内拥有 243 家营业部，28 家分公司，遍布我国 29 个省市自治区。同时，公司通过数字化平台进一步扩大客户范围，截止 2020 年末，“涨乐财富通”累计下载量突破 5,800 万，月活数已突破 911 万，位居证券公司类 APP 第一名。公司通过线上线下有机结合的方式，为个人和机构客户提供全方位的证券及金融服务。2020 年公司实现营收 314.45 亿元 (+26.47%)，实现归母净利润 108.22 亿元 (+20.23%)，报告期末归属于上市公司股东的净资产 1,290.71 亿元 (+5.33%)；2021 年一季度实现营收 87.88 亿元 (+28.02%)，实现归母净利润 33.09 亿元 (+14.58%)，报告期末归属于上市公司股东的净资产 1,319.98 亿元 (+2.27%)。

图表28：华泰证券ROE变化趋势



数据来源：Wind，中航证券研究所

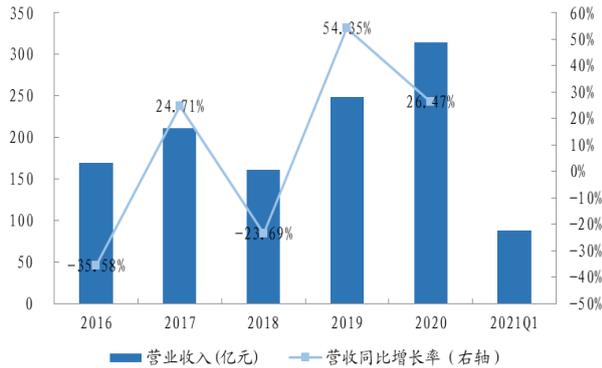
图表29：华泰证券近总资产（亿元）变化趋势



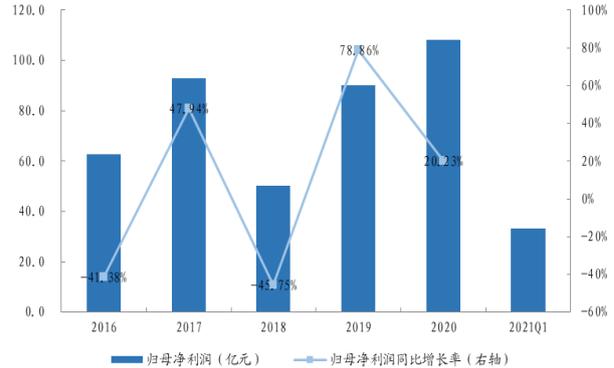
数据来源：Wind，中航证券研究所

图表 30：华泰证券营业收入及增长率

图表 31：华泰证券近归母净利润及增长率



数据来源: Wind, 中航证券研究所



数据来源: Wind, 中航证券研究所

**数字化平台助力财富管理业务转型效果显著。**公司致力于通过科技赋能和数字化转型拉动经纪业务增长,促进财富管理全面转型,成效显著。公司持续推进“融券通”平台体系建设,以线上线下和境内境外联动模式,向各类客户提供多元化财富管理服务。

**投行业务大幅增长。**受益于创业板注册制、再融资等政策稳步推进,公司2020年投行业务实现收入36.44亿元(+87.13%),其中股权承销家数77家,承销金额1475.46亿元(+11.7%),连续三年排名市场第三位;保荐科创板企业累计受理家数44家,行业排名第二。充分把握开设科创板并试点注册制机遇。

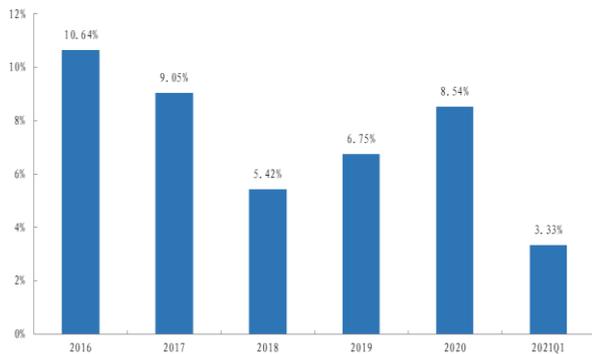
**资管业务规模继续压缩,不断加强主动管理能力。**2020年,公司受单一资管业务规模大幅下降影响,资管规模继续压缩。同时,公司主动管理转型成功,集团全资子公司华泰资管公司严格落实资管新规要求,依托全业务链资源优势,提升优质资产获取能力,不断加强主动投资管理能力。

## 2、国泰君安(601211)——全业务链主经纪商服务平台和投行事业部改革并进

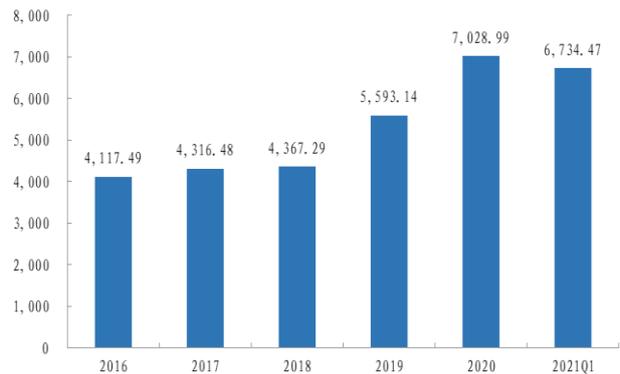
国泰君安作为中国证券行业长期、持续、全面领先的综合金融服务商,线下营业部数量较大且分布广泛,截至2020年底,集团在境内共设有418家证券营业部、21家期货营业部,遍布全国31个省市自治区,在中国具有较为庞大的客户基础。同时,集团围绕以客户为中心,进一步完善企业、机构及零售三大客户服务体系,设立创新型分公司,优化组织架构和协同协作机制,提升综合金融服务能力,客户基础进一步壮大。截至本报告期末,本集团机构客户数约4.8万户,较上年末增长11.8%;个人金融账户数约1,449万户,较上年末增长7.0%。公司2020年实现营业收入352.00亿元,同比上涨17.53%,实现归属于上市公司股东的净利润111.22亿元,同比上涨28.77%,报告期末归属于上市公司股东的净资产1,373.53亿元,同比下降0.11%;2021年一季度公司实现营业收入109.43亿元,同比增长78.09%;实现归属于上市公司股东的净利润44.11亿元,同比增长141.57%,报告期末归属于上市公司股东的净资产1,414.31亿元,同比上涨2.97%。

图表 32: 国泰君安 ROE 变化趋势

图表 33: 国泰君安近总资产(亿元)变化趋势



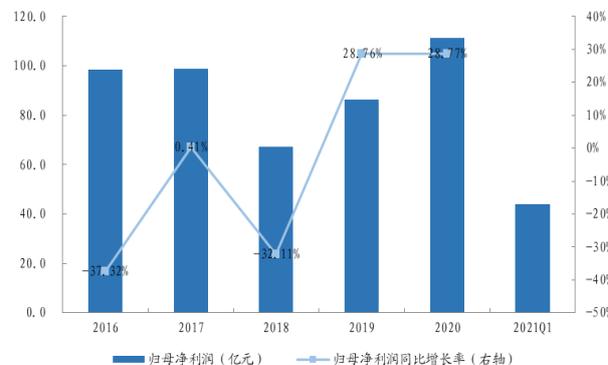
数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图表 34: 国泰君安营业收入及增长率**


数据来源: Wind, 中航证券研究所

**图表 35: 国泰君安近归母净利润及增长率**


数据来源: Wind, 中航证券研究所



数据来源: Wind, 中航证券研究所

**经纪业务实力雄厚, 主经纪商业务提升显著。**集团加强金融产品销售, 加快投顾队伍建设, 结合自身已有的较为庞大的零售客户基础, 推动经纪业务向财富管理转型升级。同时, 聚焦机构客户综合需求, 强协同协作, 打造全业务链主经纪商服务平台。

**投行规模快速增长, IPO 项目显著增加。**2020 年, 在创业板注册制、再融资等政策稳步推进的大背景下, 公司投行业务积极推行事业部改革, 投行业务整体增长显著, 实现投行业务手续费净收入 37.35 亿元 (+44.1%), 集团证券主承销额 8,152.6 亿元 (44.4%), 排名行业第三。

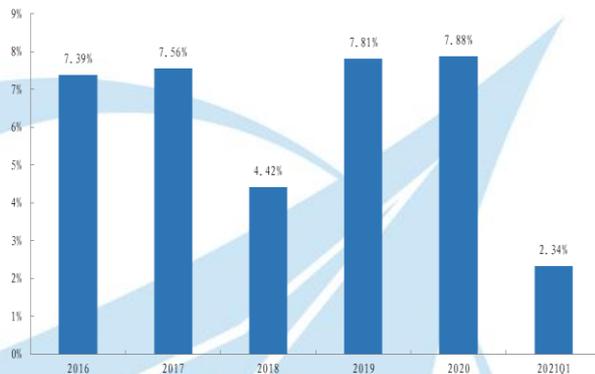
**资管业务规模继续压缩, 推进主动管理转型。**2020 年, 国泰君安资管加快建设高质量的投研框架体系, ABS、量化、FOF 等创新业务取得突破, 累计完成 5 只大集合公募改造。公司主动管理转型水平行业领先, 2020 年公司主动管理资产规模占比由 60.2% 提升至 68.8%, 月均规模排名行业第二。

**科技投入吸引线上客户效果显著。**集团高度重视对科技的战略性投入, 持续推进自主金融科技创新, 持续优化以君弘 APP 为核心的数字化财富管理平台、以及以道合 APP 为核心的机构客户服务平台。截止 2020 年底, 君弘 APP 手机终端用户 3,656 万户, 年度平均月活跃用户数 506 万户, 排名行业第 2 位, 道合平台创新客户服务模式, 机构用户超过 7,000 家。

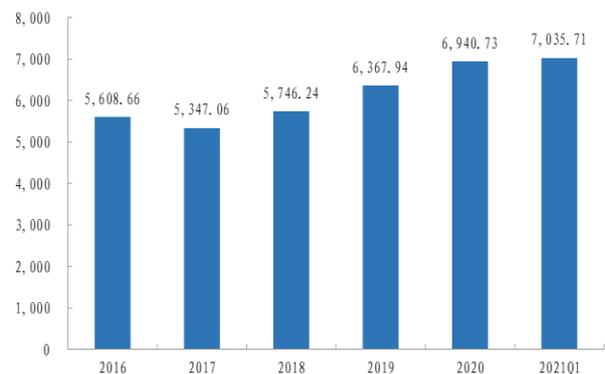
### 3、海通证券（600837）——投行项目储备丰富

2020年公司把握市场机遇，全力推进战略性的股权融资，于8月份完成了200亿元A股股票非公开发行，进一步增强了公司资本实力；同时，公司通过发行公司债等方式完成境内融资超过600亿元，既增强了公司流动性管理能力与风险防控能力，又降低了公司综合融资成本。同时，集团在中国境内拥有343家证券及期货营业部（其中证券营业部302家，期货营业部41家），遍布30个省、直辖市和自治区，客户基础雄厚。2020年公司实现营收382.20亿元，同比增长9.64%，实现归属于上市公司股东的净利润108.75亿元，同比增长14.20%，报告期末归属于上市公司股东的净资产1534.48亿元，同比增长21.70%。2021年一季度公司实现营业收入111.92亿元，同比增长60.20%；实现归属于上市公司股东的净利润36.18亿元，同比增长58.48%，报告期末归属于上市公司股东的净资产1562.94亿元，同比上涨1.85%。

图表 36：海通证券 ROE 变化趋势



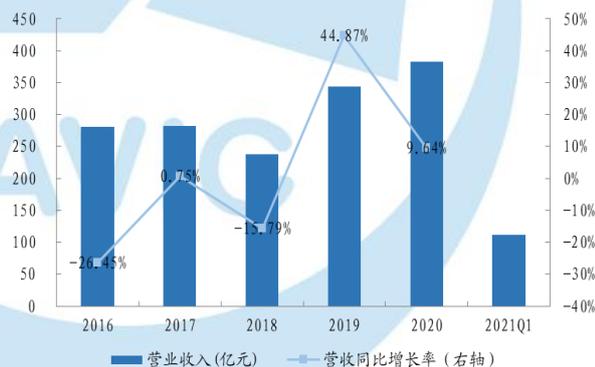
图表 37：海通证券近总资产（亿元）变化趋势



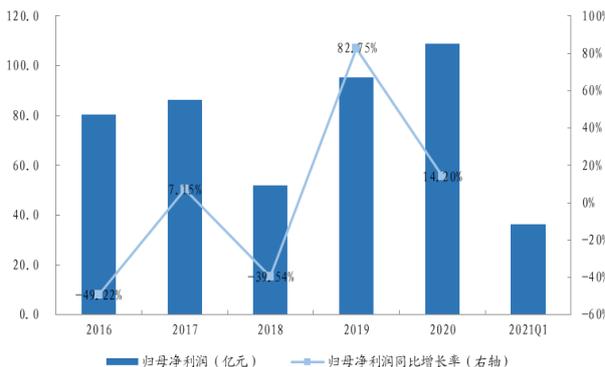
数据来源：Wind，中航证券研究所

数据来源：Wind，中航证券研究所

图表 38：海通证券营业收入及增长率



图表 39：海通证券近归母净利润及增长率



数据来源：Wind，中航证券研究所

数据来源：Wind，中航证券研究所

**财富管理转型稳步推进。**公司持续推进财富管理业务布局，不断完善以销售交易、融资融券、企业金融、跨境交易和投资咨询等方面相结合的财富管理体系，打造差异化财富管理品牌，建立覆盖全目标客户群体的客户服务体系。

**投行业务表现出色，IPO 实力行业领先。**2020 年公司抓住创业板注册制改革契机，投行业务很火的较

大发展。2020年，公司投行业务融资总额 771 亿元 (+167.13%)。其中科创板 IPO 融资额 540 亿元，市场份额 24.26%，排名行业第一。公司在审项目数 83 家，丰厚的储备项目为投行业务持续发展奠定基础。

**资管业务主动管理转型效果显著。**2020 年公司资产管理业务总规模近 1.66 万亿元 (+37.19%)。公司积极开展主动管理转型，其中，海通资管公司管理规模 2,444 亿元，主动管理规模 1,707 亿元 (+22.1%)，占比 69.8%；海富通基金管理资产规模 3,236 亿元 (+22%)；富国基金公募基金管理规模 5,880 亿元，主动权益业务管理规模突破 2,000 亿元。



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，中航证券研究所非银行业研究员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。