

北交所开市在即政策面持续友好，坚持衍生品与大公募双主线

——证券行业 2021 年三季度报综述



核心观点

- **成交额“万亿”常态化，21 年前三季券商业绩分化加剧。** 1) 21 年前三季日均股基成交额 1.12 万亿元，同比增加 22.54%。2) 41 家上市券商前三季度合计实现净利润 1475.98 亿元，同比增长 23.08%。3) 41 家上市券商业平均年化 ROE 达 10.10%，同比增加近 1pct，截至 21Q3 权益乘数达 3.98，同比提升 0.14。4) 头部券商无论在业绩增速、ROE 还是权益乘数方面均明显好于中小券商。
- **主动管理转型尾声将至、资管加速增长，市场助推经纪、两融双双增长。** 1) 随着资管新规过渡期即将结束，多数券商已经基本完成转型，行业资产管理规模有望触底回升。2021 年前三季度，41 家上市券商合计实现大资产管理业务收入 347.26 亿元，同比增长 24.10%。2) 市场活跃度较 2020 年高基数仍有明显提升，市场双边股基成交额高达 440.90 万亿元，同比大幅增加 21.21%。41 家上市券商合计实现经纪业务净收入 1026.54 亿元，同比增长 19.25%。3) 伴随着市场成交额的增加，截止三季末两融余额达到 1.84 万亿元，其中融券余额达 1562 亿元，占比超 8%。41 家上市券商合计实现利息净收入 459.26 亿元，同比增长 15.78%。
- **震荡行情下自营分化最为显著，投行节奏放缓。** 1) 前三季度上市券商合计实现自营业务收入 1239.28 亿元，同比增加 10%。41 家上市券商中，仅有 23 家券商自营业务取得正向增长。1) 2021 年前三季全行业股权承销金额 1.21 万亿元，同比减少 1.23%，其中 IPO 金额 3762 亿元，同比微降 1%。全面注册制改革仍在持续深入，但 A 股市场 IPO 节奏有所放缓。
- **券业 2021 年大概率保持双位数增长。** 鉴于 2021 年券业持续高景气度，我们对全年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2021 年整体净利润增速为-0.68%、15.80%、30.49%。

投资建议与投资标的

- **流动性政策双击，为券商行情奠定基础。** 虽然近期交投活跃度有所下降，但是拉长周期来看成交额中枢仍将持续提升，北交所开市在即，注册制改革持续深入，同时投资端政策有望快速跟进，奠定友好的政策面基础。
- **衍生品主线：**当前我国衍生品市场发展尚处于早期，横向对比海外市场，衍生品的市场空间巨大，且对于专业度和机构客户资源要求极高，容易形成规模效应及高集中度，尤其利好头部券商，但是鉴于当前相关政策没有最终落地，投资风口未至，可以作为中长期投资标的进行持续关注，并可以适当左侧布局。推荐**中信证券(600030, 增持)**，建议关注**中金公司(03908, 未评级)**。
- **大公募主线是券商板块最主要的中长期 α 赛道，**规模和集中度还有非常大的向上空间，但由于公募基金轻资产模式，短时间内上市可能性比较低，所以市场聚焦持有公募基金股权的券商，面临 SOTP 重估带来的估值提升，推荐**广发证券(000776, 买入)**、**兴业证券(601377, 增持)**。

风险提示

- 市场持续下跌在内的系统性风险，监管超预期收紧对券商业务形成冲击。
- 日均股基成交额等核心假设指标有可能大幅影响行业业绩弹性测算结果。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

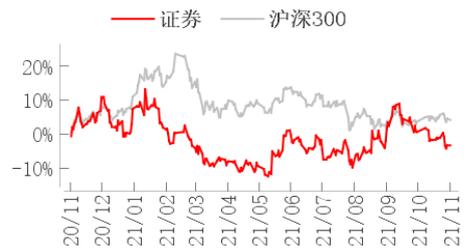
行业

证券行业

报告发布日期

2021 年 11 月 02 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

孙嘉庚

021-63325888*7041

sunjiageng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080006

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

证券分析师

施静

021-63325888*3206

shijing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090002

香港证监会牌照：BMO306

相关报告

马太效应凸显，流动性与政策双击下坚持大 2021-09-05

公募与衍生品主线：——证券行业 2021 年

半年报综述

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. A股成交额“万亿”常态化，券商业绩分化显著.....	4
1.1. 2021Q3 市场回顾：成交额站稳万亿上方，行情阴跌.....	4
1.2. 2021 年前三季度上市券商间业绩分化显著	5
2. 经纪、两融高景气持续，自营表现成“胜负手”	9
2.1. 资管：主动管理转型接近尾声，大资管贡献加速提升	9
2.2. 经纪：市场成交量创 15 年后新高，基金代销仍是未来主要增长点	9
2.3. 利息：两融余额站稳 1.8 万亿上方，利息净收入同比增长近 16%.....	10
2.4. 自营：金融资产快速扩张，自营投资业务左右券商业绩表现	13
2.5. 投行：注册制改革持续深入，IPO 及债券承销进度放缓.....	14
3. 证券行业业绩弹性测算：大概率实现双位数增长.....	18
4. 投资建议：流动性与政策双击，坚持双主线.....	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 2021Q1 沪深 300 指数、创业板指数走势.....	4
图 2: 2019/01-2021/09 日均股基成交额 (亿元)	4
图 3: 2020/01-2021/09 日均换手率 (%)	5
图 4: 2020 前三季 vs 2021 前三季上市券商 (41 家) 各项业务收入 (亿元) 及增速	5
图 5: 上市券商 (41 家) 各业务收入占比对比: 2020 年前三季 vs 2021 年前三季.....	6
图 6: 上市券商 2021 年前三季归母净利润 (亿元) 及同比增速 (41 家)	7
图 7: 上市券商 2021 前三季净资产收益率 ROE (年化, 41 家)	8
图 8: 上市券商杠杆率 (41 家, 截至 2021 年三季度末)	8
图 9: 上市券商 2021 年前三季度资管业务收入 (披露口径) 及同比增速 (41 家)	9
图 10: 2011-2021 年前三季度全市场双边股基成交额.....	10
图 11: 上市券商 2021 年前三季度经纪业务收入及同比增速 (41 家)	10
图 12: 2018/01-2021/09 市场两融余额及融券余额占比.....	11
图 13: 上市券商融出资金余额及较年初增速 (41 家, 截至 2021 年 9 月 30 日)	11
图 14: 2018/01-2021/09 全市场股票质押参考市值 (万亿元)	12
图 15: 上市券商买入返售金融资产余额及较年初增速 (41 家, 截至 21 年 9 月 30 日)	12
图 16: 上市券商 2021Q1 利息净收入及同比增速 (40 家)	13
图 17: 上市券商 2021 年前三季度自营业务收入及同比增速 (41 家)	13
图 18: 上市券商金融投资资产规模及较年初增速 (41 家, 截至 2021Q3)	14
图 19: 2012-2021 前三季首发募集资金规模及家数	14
图 20: 2012-2021 前三季股权融资规模及增速	14
图 21: 2012-2021 年前三季度债券 (公司债+企业债+ABS) 发行规模	15
图 22: 上市券商 2021 年前三季度投行业务收入及同比增速 (41 家)	15
表 1: 2021 年前三季度上市券商 (41 家) 财务信息与业绩表现	6
表 2: 2021 前三季度上市券商股权承销排名 (合并口径, 41 家)	16
表 3: 2021Q1 上市券商债券承销排名 (合并口径, 41 家)	17
表 4: 2021 年证券行业业绩弹性测算	18

1. A 股成交额“万亿”常态化，券商业绩分化显著

1.1. 2021Q3 市场回顾：成交额站稳万亿上方，行情阴跌

21Q3 市场行情阴跌回落。2021 年三季度 A 股市场行情高位回落，8 月中下旬以来处于低位震荡状态，截至三季末沪深 300 指数全年累计下跌 6.62%，创业板指数累计上涨 9.39%，证券 II（中信）三季度以来冲高回落，截至三季末累计下跌 10.96%，仍然跑输大盘指数。

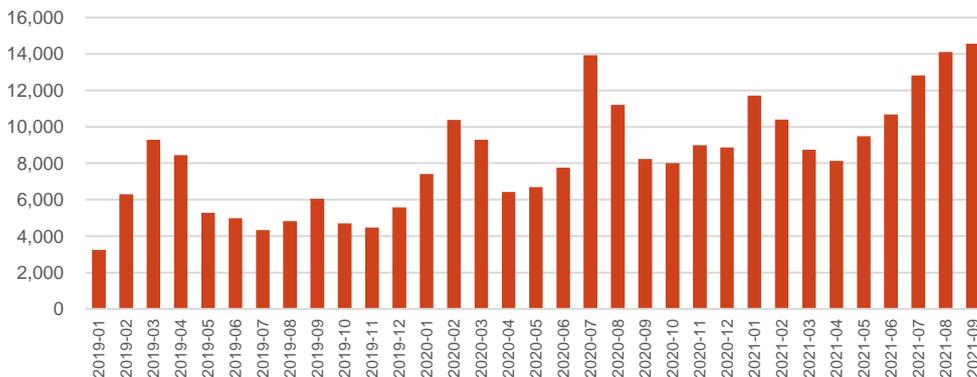
图 1：2021Q1 沪深 300 指数、创业板指数走势



数据来源：WIND、东方证券研究所

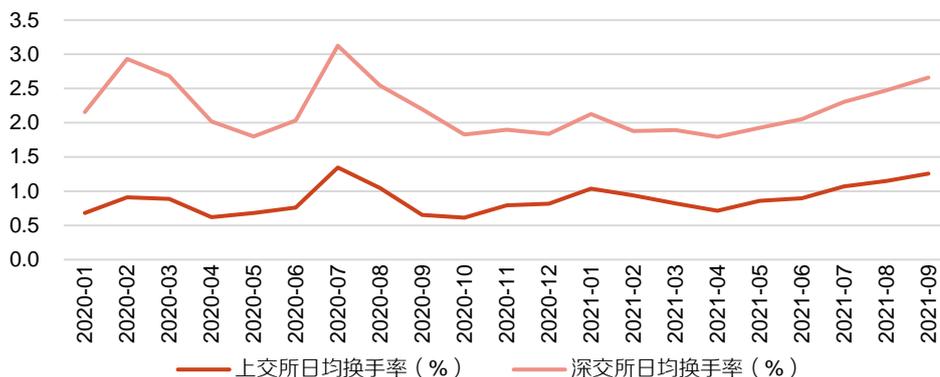
21Q3 市场成交额呈现“万亿”常态化局面。1) 21 年 7-9 月 A 股市场日均股基成交额分别为 1.28 万亿元、1.41 万亿元、1.46 万亿元，其中 9 月的成交额更是创下了自 2015 以来的最高单月记录；2) 整体来看，21 年前三季度的市场日均股基成交额 1.12 万亿元，同比高基数下仍然增长 22.54%。3) 从换手率来看，7-9 月，上交所日均换手率分别为 1.07%、1.15%、1.25%，深交所日均换手率分别为 2.30%、2.47%、2.66%，变化趋势与成交额基本吻合。

图 2：2019/01-2021/09 日均股基成交额（亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2020/01-2021/09 日均换手率（%）



数据来源：WIND、东方证券研究所

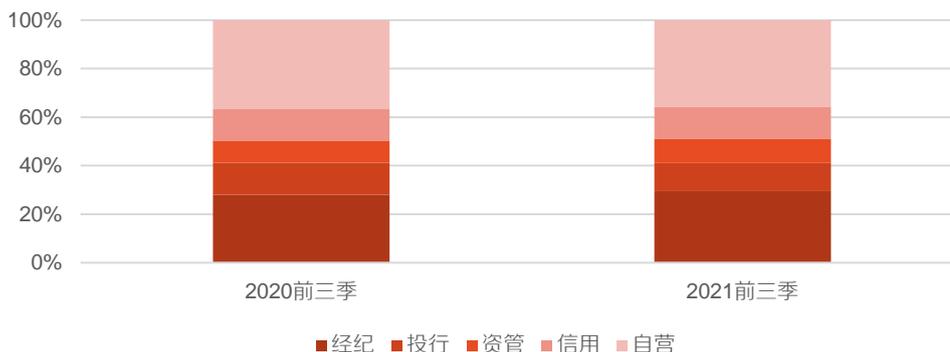
1.2. 2021 年前三季度上市券商间业绩分化显著

41 家上市券商营业收入同比增长 23%，自营、经纪持续高贡献度。所有 41 家上市券商均已完成三季报的披露工作：1) 41 家上市券商（下同；仅包含纯券商标的，不包含互联网券商、部分借壳上市或金控集团标的，如东方财富、华创阳安、国投资本）合计实现营业收入 4666.04 亿元，同比增长 22.57%，剔除其他业务收入（下同；主要为大宗商品交易或销售业务，毛利率极低，一般仅有 1-2%）后，实现主营业务收入 3477.20 亿元，同比增长 13.40%。2) 值得注意的是，五大主营业务全线增长，其中资管、经纪、信用、自营、投行业务收入同比增速分别为 24%、19%、16%、10%、1%。3) 业务收入结构同比变化较小，剔除其他业务收入后，自营、经纪、利息、投行、资管收入占比分别达到 36%、30%、13%、12%、10%。

图 4：2020 前三季 vs 2021 前三季上市券商（41 家）各项业务收入（亿元）及增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：上市券商（41 家）各业务收入占比对比：2020 年前三季度 vs 2021 年前三季度


数据来源：WIND、东方证券研究所

41 家上市券商归母净利润同比增长 23.08%，净利率 31.63%。1) 41 家上市券商 2021 年前三季度合计实现归母净利润 1475.98 亿元，同比增长 23.08%，业绩整体表现优异。2) 2021 年前三季度上市券商净利率为 31.63%，同比基本持平，不难看出，大宗商品交易或销售业务由于毛利率过低，较大程度地拉低了上市券商整体的净利率。

年化 ROE 同比提升近 1pct 至 10.10%，维持上升通道中。2021 前三季度上市券商平均年化 ROE 为 10.10%，较去年同期增长近 1 个百分点。尽管上市券商仍在持续再融资补充资本的进程，但是盈利的提升使得上市券商整体 ROE 仍然处于上升通道之中。此外，截至 21Q3 末上市券商杠杆率（剔除代理买卖证券款）同比提升 0.14 至 3.98 倍，显示出上市券商的杠杆运用水平在提升。

表 1：2021 年前三季度上市券商（41 家）财务信息与业绩表现

单位：百万元	2020 前三季度	2021 前三季度	同比增速(%)
一、营业收入	380,675	466,604	22.57
手续费及佣金净收入	163,391	190,341	16.49
经纪业务手续费净收入	86,081	102,654	19.25
投资银行业务手续费净收入	40,273	40,485	0.53
资产管理业务手续费净收入	27,981	34,726	24.10
利息净收入	39,668	45,926	15.78
投资净收益	119,591	114,569	(4.20)
对联营企业和合营企业的投资收益	8,748	11,042	26.22
公允价值变动净收益	1,783	20,401	1043.99
其他业务收入	53,040	91,393	72.31
二、营业支出	222,964	274,444	23.09
营业税金及附加	2,288	2,587	13.10
管理费用	151,277	179,203	18.46
三、营业利润	157,711	192,160	21.84
四、利润总额	157,321	192,007	22.05

减：所得税	33,614	39,772	18.32
五、净利润	123,706	152,235	23.06
归属于母公司所有者的净利润	119,916	147,598	23.08
总资产	8,550,337	10,292,749	20.38
归属于母公司所有者的净资产	1,803,500	2,047,966	13.56
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	3.84	3.98	-
ROE（年化）	9.33%	10.10%	-

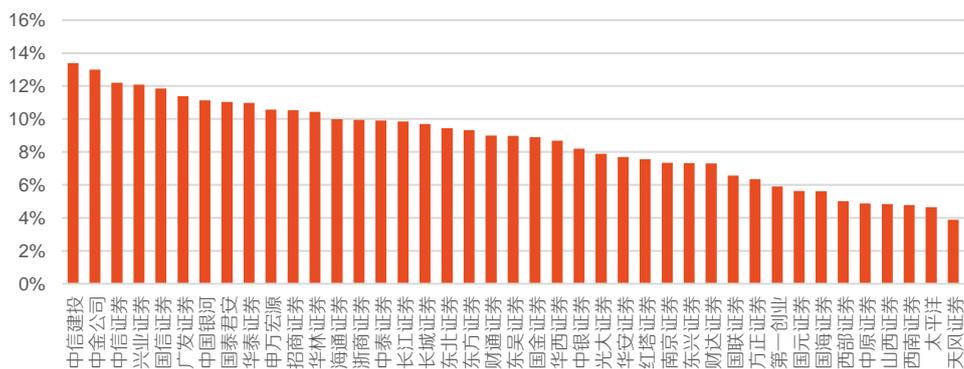
数据来源：WIND、东方证券研究所

2021 年前三季度上市券商间业绩分化显著，头部券商业绩表现整体优于中小券商。41 家上市券商发布了 2021 年三季报，业绩增速分化显著：1) 中信证券、海通证券、国泰君安归母净利润分别为 176.45 亿元、118.26 亿元、116.35 亿元，排名行业前三。2) 业绩增速方面，32 家上市券商实现业绩正增长。其中，中原证券、太平洋、中金公司分别为 473%、243%、52%，排名前三。9 家上市券商业绩负增长，其中中华林证券、国海证券、山西证券排名后三位。3) 头部券商业绩表现整体优异，TOP10 券商归母净利润均实现正增长，其中中金公司、国信证券、中信证券增速分别为 52%、42%、39%，排名前三。

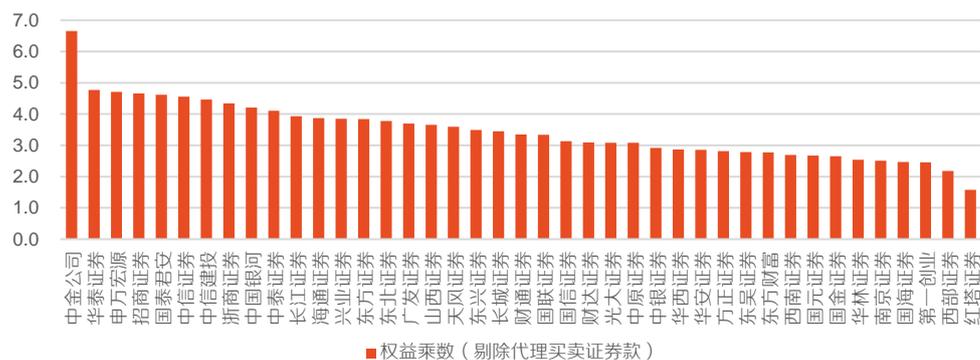
图 6：上市券商 2021 年前三季度归母净利润（亿元）及同比增速（41 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

上市券商 ROE 与杠杆率亦出现明显分化。41 家上市券商中，1) 中信建投、中金公司、中信证券年化 ROE 分别为 13.39%、13.00%、12.20%，排名前三；此外，兴业证券、国信证券、广发证券、中国银河、国泰君安、华泰证券、申万宏源、招商证券八家头部券商年化 ROE 均排超过 10%；相对地，天风证券、太平洋、西南证券等 11 家券商 ROE 排名靠后，均低于 7%。2) 中金公司、华泰证券、申万宏源杠杆率（剔除代理买卖证券款，下同）分别为 6.65、4.77、4.71，排名上市券商前三位，且杠杆率整体保持向上趋势；相对地，仍有太平洋、红塔证券、西部证券等 16 家券商杠杆率不到 3 倍。

图 7：上市券商 2021 前三季净资产收益率 ROE（年化，41 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 8：上市券商杠杆率（41 家，截至 2021 年三季度末）


数据来源：WIND、东方证券研究所

2. 经纪、两融高景气持续，自营表现成“胜负手”

2.1. 资管：主动管理转型接近尾声，大资管贡献加速提升

主动管理转型过渡期已将近，基金管理重要性持续提升。资管新规下“去杠杆”和“去通道”进程的不断推进，预计 21Q3 全行业资产管理规模仍处于下降通道，但是随着资管新规过渡期的临近结束，券商的主动管理转型成果凸显，同时公募基金管理的重要性持续提升助力大资管板块收入快速增长。2021 年前三季度，41 家上市券商合计实现大资产管理业务（为上市公司披露口径，部分券商不包含基金管理收入，因此存在低估情况）收入 347.26 亿元，同比增长 24.10%。

分上市券商来看，41 家上市券商中，资管业务收入排名前三的分别是中信证券、广发证券、东方证券，分别为 85.79 亿元、73.51 亿元、27.88 亿元，头部券商增速靠前的包括中金公司、中信证券、东方证券、广发证券，分别为 65.5%、59.0%、56.9%、56.2%。

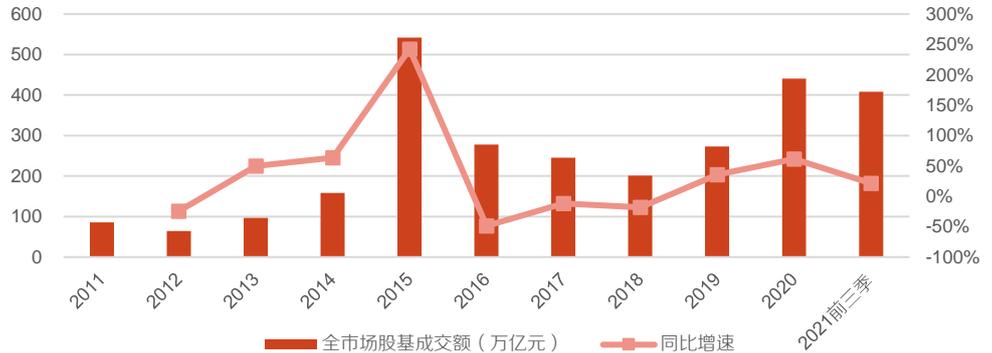
图 9：上市券商 2021 年前三季度资管业务收入（披露口径）及同比增速（41 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

2.2. 经纪：市场成交量创 15 年后新高，基金代销仍是未来主要增长点

2021Q3 市场成交额达成“万亿”常态化。2021Q3 市场交投表现出了自 15 年之后未有的高度，助前三季度 A 股市场双边股基成交额达到 440.90 万亿元，同比高基数下仍增加 21.21%。

图 10:: 2011-2021 年前三季度全市场双边股基成交额


数据来源：WIND、东方证券研究所

分上市券商来看，竞争格局日趋固化。41 家券商中，经纪业务收入排名前三的分别是中信证券、国泰君安、中国银河，分别为 108.79 亿元、71.00 亿元、66.84 亿元，收入增速前三的为浙商证券、东吴证券、东方证券，分别为 42.1%、41.2%、40.1%。

图 11: 上市券商 2021 年前三季度经纪业务收入及同比增速 (41 家)


数据来源：WIND、东方证券研究所

基金代销业务仍将成为后续经纪业务板块的核心增长动力来源。41 家上市券商实现经纪业务净收入 1026.54 亿元，同比增长 19.25%，在市场竞争格局日益稳固与佣金率持续下滑的背景下，收入增速超过市场交易量增速，预计主要贡献来源是代销金融产品收入，即充分受益于基金代销业务的持续火爆。

2.3. 利息：两融余额站稳 1.8 万亿上方，利息净收入同比增长近 16%

2021Q3 两融余额站稳 1.8 万亿元上方，融券占比保持 8%+。 1) 2021 年 7-9 月末，市场两融余额分别为 1.80/1.87/1.84 万亿元，站稳 1.8 万亿上方；其中，融券余额由年初的 1370 亿元增至 21 年 9 月末的 1562 亿元，占两融余额比重保持在 8%以上。2) 多数上市券商两融业务规模仍在持续增长中，截至 2021Q3 上市券商融出资金余额（季报不披露两融余额，以融出资金余额代替两融余额）排名前三的分别是中信证券、华泰证券、国泰君安，分别为 1277 亿元、1155 亿元、1083 亿元；较年初增速排名前三的分别是华林证券、国金证券、国联证券，分别为 31.59%、30.23%、28.42%。

图 12：2018/01-2021/09 市场两融余额及融券余额占比



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 13：上市券商融出资金余额及较年初增速（41 家，截至 2021 年 9 月 30 日）

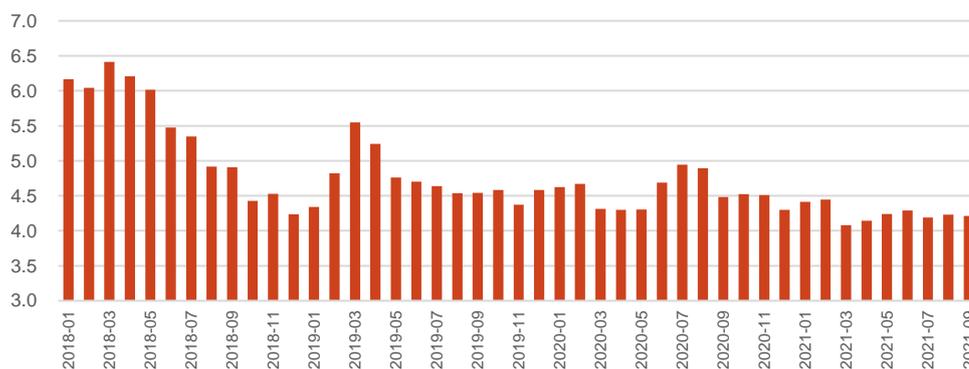


数据来源：WIND、东方证券研究所

市场股票质押规模低位徘徊，多数上市券商仍在主动压降股票质押业务规模。 在经历了 2020 年券商计提信用减值金额历史上最大的一年，多数券商对股票质押业务进行了重新定位。19 年以来全市场股票质押市值一直趋势向下，21 年 3 月以来一直处于低位徘徊的状态，截至 21 年三季度末全市场股票质押市值为 4.21 万亿元。多数券商仍主动缩减股票质押业务规模，截至 21 年三季度末国泰君安、海通证券、浙商证券买入返售金融资产余额（由于季报不披露股票质押式回购余额，

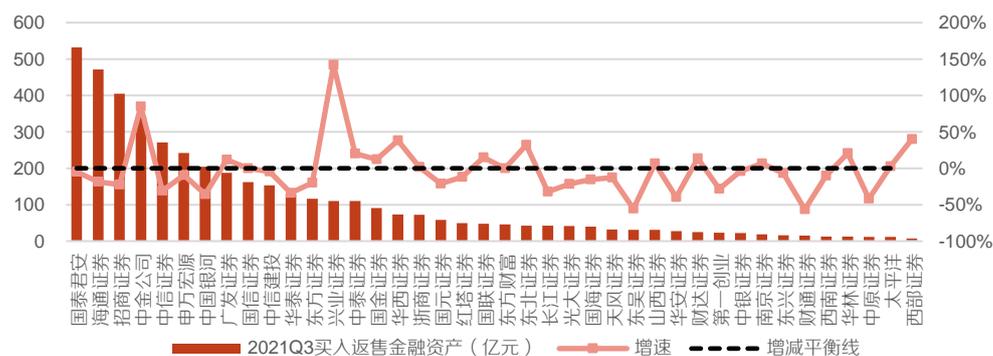
故以买入返售资产代替)分别为 532 亿元、472 亿元、405 亿元,排名前三;压缩规模幅度最高的为长城证券、财通证券、东吴证券,分别为-73.7%、-56.5%、-55.3%。

图 14: 2018/01-2021/09 全市场股票质押参考市值 (万亿元)



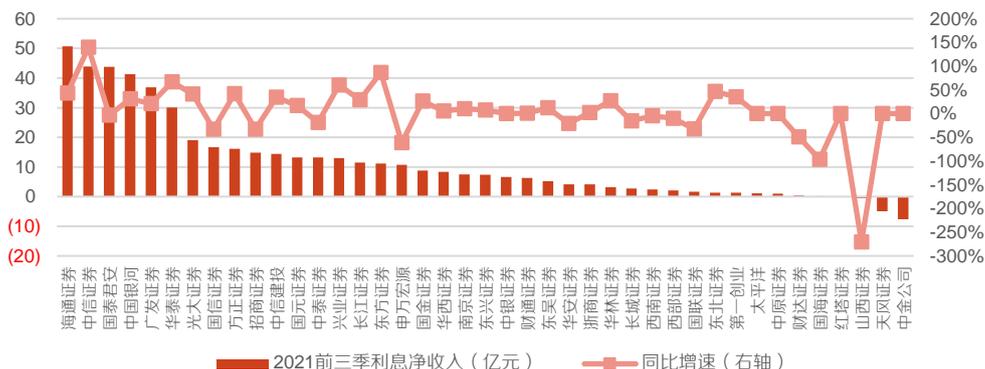
数据来源: WIND、东方证券研究所

图 15: 上市券商买入返售金融资产余额及较年初增速 (41 家, 截至 21 年 9 月 30 日)



数据来源: WIND、东方证券研究所

2021 年前三季度上市券商利息净收入同比增长 15.78%，上市券商分化加剧。2021 年前三季度,41 家上市券商合计实现利息净收入 459.26 亿元,同比增长 15.78%,占主营收入比重 13.21%。在 41 家上市券商中,利息净收入排名前三的分别是海通证券、中信证券、国泰君安,分别为 50.70 亿元、43.86 亿元、43.78 亿元;收入增速前三的是中信证券、东方证券、华泰证券,分别为 139.5%、86.6%、66.6%。

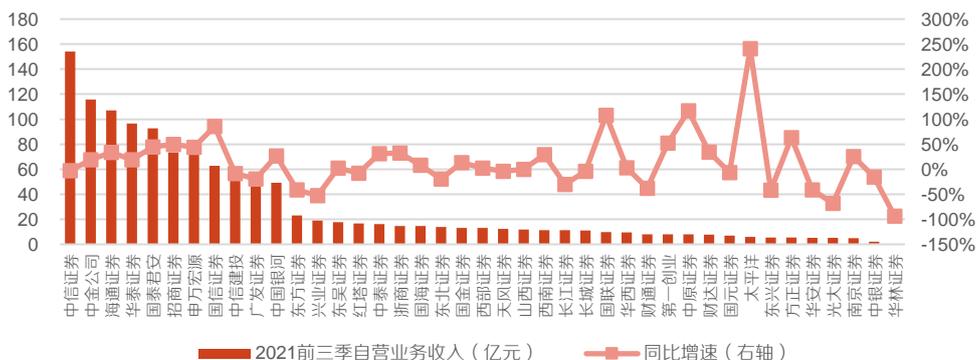
图 16: 上市券商 2021Q1 利息净收入及同比增速 (40 家)


数据来源: WIND、东方证券研究所

2.4. 自营: 金融资产快速扩张, 自营投资业务左右券商业绩表现

21 年前三季上市券商自营收入同比增长 10%。2021 年三季度 A 股市场行情高位回落并持续低位震荡, 市场赚钱效应不佳, 券商自营投资表现整体表现为收益率收窄且分化加剧。前三季度 41 家上市券商合计实现自营业务收入 1239.28 亿元, 同比增加 10%。2021 券商自营业务收入占主营收入比重同比下滑 1.1pct 至 35.6%。

上市券商自营投资表现出现严重分化。41 家上市券商中, 仅有 23 家券商自营业务取得正向增长 (或扭亏), 具体来看: 1) 收入排名前三的分别是中信证券、中金公司、海通证券, 分别为 154.04 亿元、115.73 亿元、107.10 亿元, 收入增速前三的为太平洋、中原证券、国联证券, 分别为 240.91%、116.70%、107.89%; 头部券商中增速前三的是国信证券、招商证券、申万宏源, 分别为 85.88%、50.12%、44.28%

图 17: 上市券商 2021 年前三季自营业务收入及同比增速 (41 家)


数据来源: WIND、东方证券研究所

图 18：上市券商金融投资资产规模及较年初增速（41 家，截至 2021Q3）


数据来源：WIND、东方证券研究所

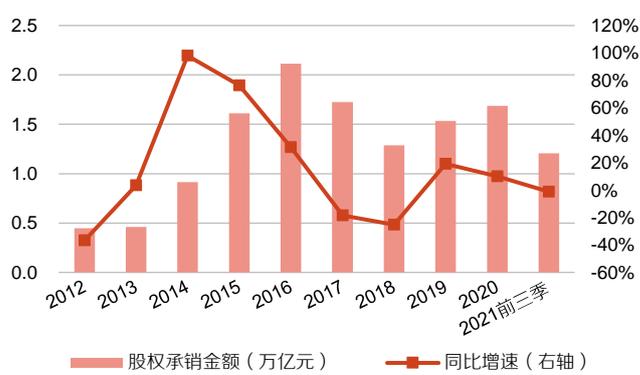
上市券商金融投资资产规模持续扩张。截至 2023 年三季度末，41 家上市券商合计金融投资资产规模 4.53 万亿元，较年初进一步提升 14.13%。分上市券商来看，截至 2020Q3，金融资产规模排名前三的是中信证券、华泰证券、国泰君安，分别为 5416 亿元、3817 亿元、3355 亿元；资产规模较年初增速排名前三的是国联证券、浙商证券、山西证券，分别为 62.69%、48.04%、43.53%。

2.5. 投行：注册制改革持续深入，IPO 及债券承销进度放缓

IPO 与再融资小幅下滑，债权承销规模稳健增长。1) 2021 年前三季度全行业股权承销金额 1.21 万亿元，同比减少 1.23%，其中 IPO 金额 3762 亿元，同比微降 1%。全面注册制改革仍在持续深入，但 A 股市场 IPO 节奏有所放缓；再融资（增发+配股）规模达 6145 亿元，同比减少 4.05%，随着注册制改革的触角延伸至再融资领域，后续几年再融资规模大概率将快速增长，并再次突破万亿规模。2) 债权承销方面，2021 年前三季度券商公司债、企业债、ABS 承销规模达 4.43 万亿元，同比增加 8.91%，其中 ABS 规模高达 1.49 亿元，同比增加 20.18%。

图 19：2012-2021 前三季首发募集资金规模及家数


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 20：2012-2021 前三季股权融资规模及增速


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 21：2012-2021 年前三季债券（公司债+企业债+ABS）发行规模


数据来源：WIND、东方证券研究所

3) 2021 年前三季上市券商实现投行业务收入 404.85 亿元，同比增长 0.53%。分上市券商来看，41 家上市券商中，投行业务收入排名前三的分别是中信证券、中金公司、中信建投，分别为 56.4 亿元、41.3 亿元、34.7 亿元，收入增速前三的为华林证券、东北证券、国联证券，分别为 77.0%、73.7%、62.1%。

图 22：上市券商 2021 年前三季投行业务收入及同比增速（41 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

21Q1 “三中一华” 仍持续主导股权承销市场。2021 年前三季度 A 股市场 IPO 与再融资（增发、配股）规模合计为 9906.61 亿元，同比下滑 2.75%。上市券商中，中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券股权融资（首发+再融资）金额排名全行业前四，分别为 2088.46 亿元、1714.48 亿元、856.38 亿元、619.50 亿元，市场份额分别达到 21.08%、17.31%、8.64%、6.25%。

21 年前三季债权承销规模稳健增长，中信证券、中信建投领先优势明显。2021 前三季券商承销企业债规模达 3554.09 亿元，同比增长 21.10%，承销公司债规模达 2.58 亿元，同比增长 1.98%，ABS 规模达 1.49 万亿元，同比增长 20.18%。上市券商中，中信证券、中信建投债权承销（公司

债、企业债、ABS)规模位居前二,分别为4961.49亿元、4406.47亿元,市场份额分别为11.20%、9.95%。

表 2: 2021 前三季度上市券商股权承销排名 (合并口径, 41 家)

券商	市场份额	承销金额 (亿元)				承销家数			
		合计	IPO	增发	配股	合计	IPO	增发	配股
中信证券	21.08%	2088.46	614.12	1474.34	0.00	114	52	62	0
中金公司	17.31%	1714.48	594.60	1119.89	0.00	43	17	26	0
中信建投	8.64%	856.38	348.59	507.79	0.00	66	30	36	0
华泰证券	6.25%	619.50	197.12	382.75	39.62	52	23	28	1
国泰君安	5.18%	513.35	188.85	324.51	0.00	45	19	26	0
海通证券	3.83%	379.74	235.37	144.37	0.00	44	30	14	0
东方证券	3.05%	302.08	121.21	180.87	0.00	22	8	14	0
中泰证券	2.41%	238.49	80.43	118.35	39.71	28	11	16	1
招商证券	2.18%	216.06	135.53	80.53	0.00	24	14	10	0
国信证券	1.99%	196.67	85.85	99.07	11.75	24	12	11	1
申万宏源	1.92%	189.80	70.23	119.57	0.00	19	7	12	0
国金证券	1.52%	150.80	65.69	85.12	0.00	26	13	13	0
国联证券	1.31%	129.41	4.29	125.13	0.00	6	1	5	0
兴业证券	1.27%	125.91	87.98	37.93	0.00	18	9	9	0
长江证券	1.07%	106.35	60.43	45.92	0.00	17	13	4	0
光大证券	1.07%	105.66	91.45	14.20	0.00	15	12	3	0
天风证券	0.90%	89.22	5.51	83.71	0.00	11	1	10	0
中原证券	0.90%	88.92	53.61	35.32	0.00	17	10	7	0
东吴证券	0.84%	82.77	27.32	15.74	39.71	11	7	3	1
国元证券	0.82%	81.71	21.66	60.06	0.00	14	7	7	0
中国银河	0.67%	66.55	3.97	62.58	0.00	8	3	5	0
山西证券	0.66%	64.94	4.65	60.29	0.00	9	1	8	0
东兴证券	0.63%	62.36	35.58	26.78	0.00	16	10	6	0
方正证券	0.58%	57.49	15.04	42.45	0.00	6	1	5	0
西部证券	0.47%	46.52	18.48	28.04	0.00	6	4	2	0
浙商证券	0.47%	46.43	27.35	19.07	0.00	10	7	3	0
华西证券	0.45%	44.83	12.01	18.25	14.57	7	3	3	1
长城证券	0.44%	43.77	26.84	16.93	0.00	8	5	3	0
西南证券	0.40%	39.51	1.55	37.96	0.00	4	1	3	0
财通证券	0.38%	37.90	37.90	0.00	0.00	3	3	0	0
华林证券	0.31%	30.43	25.77	4.66	0.00	5	4	1	0
国海证券	0.28%	27.39	6.52	20.87	0.00	5	2	3	0
东北证券	0.23%	23.27	23.27	0.00	0.00	2	2	0	0
中银证券	0.17%	17.27	12.79	4.48	0.00	5	2	3	0

第一创业	0.16%	16.11	10.04	6.06	0.00	3	1	2	0
广发证券	0.16%	16.00	0.00	16.00	0.00	2	0	2	0
南京证券	0.12%	11.95	8.30	3.65	0.00	3	1	2	0
太平洋	0.12%	11.76	8.60	3.16	0.00	3	2	1	0
华创证券	0.09%	9.33	5.97	3.37	0.00	5	2	3	0
华安证券	0.09%	8.71	0.00	8.71	0.00	1	0	1	0
红塔证券	0.02%	1.52	1.52	0.00	0.00	1	1	0	0
上市券商	90.44%	8959.81	3375.97	5438.48	145.35	728	351	372	5
行业合计	100.00%	9906.61	3761.67	5999.59	145.35	865	417	443	5

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 3：2021Q1 上市券商债券承销排名（合并口径，41 家）

券商名称	市场份额(%)	总承销金额(亿元)	公司债(亿元)	企业债(亿元)	ABS(亿元)
中信证券	11.20%	4,961.49	2,387.97	254.42	2,319.10
中信建投	9.95%	4,406.47	2,852.14	324.56	1,229.77
国泰君安	6.37%	2,821.84	1,681.20	161.67	978.96
中金公司	5.67%	2,513.17	1,142.73	23.37	1,347.07
华泰证券	5.04%	2,233.58	1,206.71	121.14	905.73
海通证券	4.58%	2,028.12	1,131.14	394.69	502.29
招商证券	3.17%	1,402.65	366.00	4.50	1,032.15
光大证券	3.01%	1,331.85	666.00	25.25	640.60
国信证券	2.47%	1,095.40	585.95	271.67	237.79
中泰证券	2.34%	1,036.32	776.30	6.14	253.87
浙商证券	2.29%	1,013.61	955.31	58.30	0.00
申万宏源	2.27%	1,007.16	710.71	77.13	219.32
兴业证券	2.06%	913.57	441.84	103.62	368.11
天风证券	1.83%	809.13	522.73	195.57	90.82
国金证券	1.49%	660.21	556.63	38.53	65.05
东吴证券	1.44%	637.79	517.65	37.00	83.14
中国银河	1.20%	531.75	234.56	26.87	270.33
东兴证券	1.19%	525.90	233.99	8.00	283.91
东方证券	1.16%	513.98	315.18	86.06	112.73
财通证券	1.08%	477.71	373.74	103.97	0.00
中银证券	0.88%	391.75	200.78	0.00	190.97
方正证券	0.78%	343.51	283.11	53.41	6.99
国联证券	0.62%	272.61	155.21	0.00	117.41
长城证券	0.60%	267.20	158.89	29.80	78.51
华西证券	0.58%	256.08	211.75	20.10	24.23
长江证券	0.58%	255.70	136.10	109.03	10.58
财达证券	0.48%	213.68	193.01	20.67	0.00

华创证券	0.32%	143.62	129.62	11.50	2.50
国海证券	0.32%	141.27	119.12	6.02	16.14
广发证券	0.29%	127.98	10.67	73.64	43.68
西南证券	0.29%	127.45	114.45	13.00	0.00
华安证券	0.26%	116.93	106.63	5.00	5.30
南京证券	0.21%	94.36	35.51	45.05	13.80
国元证券	0.19%	84.69	73.19	11.50	0.00
太平洋	0.18%	81.12	44.15	16.80	20.18
西部证券	0.16%	69.10	36.45	16.00	16.65
第一创业	0.11%	47.89	36.33	6.00	5.56
中原证券	0.11%	46.82	40.82	6.00	0.00
山西证券	0.10%	44.38	41.58	2.80	0.00
东北证券	0.08%	37.05	37.05	0.00	0.00
红塔证券	0.07%	30.00	12.00	18.00	0.00
上市券商	77.01%	34,114.90	19,834.89	2,786.78	11,493.23
行业合计	100.00%	44,300.54	25,836.33	3,554.09	14,910.12

数据来源：WIND、东方证券研究所

3. 证券行业业绩弹性测算：大概率实现双位数增长

鉴于 2021 年证券行业持续高景气度，我们对 2021 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2021 年整体净利润增速为-0.68%、15.80%、30.49%。

表 4：2021 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	9,035	9,000	10,000	11,000
	净佣金率	0.029%	0.026%	0.024%	0.025%	0.026%
	经纪业务净收入	788	1,161	1,054	1,220	1,396
投行业务	IPO 募资规模	2,533	4,700	4,200	4,700	5,000
	再融资规模	6,937	8,961	9,857	11,201	13,441
	债权承销规模	46,777	59,020	67,872	70,823	73,774
	并购重组规模	5,334	3,476	4,171	4,519	4,867
	IPO 承销收入	101	235	210	235	250
	再融资承销收入	38	49	54	62	74
	债权承销收入	238	307	353	368	383
	承销保荐收入	377	591	617	665	707
	财务顾问收入	105	81	97	106	114

	投行业务净收入	483	672	714	770	821
信用业务	两融平均规模	9,153	12,995	17,000	17,500	18,000
	股票质押融出资金	8,499	8,184	7,800	8,200	8,600
	净利率	2.63%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%
	总利息净收入	464	597	699	724	750
	权益类占比	15.00%	15.00%	12.50%	15.00%	17.50%
	沪深 300 涨幅	36.07%	27.21%	-5.00%	5.00%	15.00%
	规模系数	1.24	1.05	1.05	1.15	1.25
自营业务	自营收入增速	52.65%	3.38%	-9.77%	5.75%	23.25%
	自营业务净收入	1,222	1,263	1,139	1,336	1,557
资管业务	券商资管平均规模	120,363	98,693	93,000	95,000	97,000
	资管综合费率	0.23%	0.30%	0.32%	0.35%	0.38%
	资管业务净收入	275	300	298	333	369
其它业务净收入		374	492	566	615	664
营业总收入		3,605	4,485	4,470	4,998	5,556
净利润率(%)		34.15	35.13	35.00	36.50	37.00
净利润		1,231	1,575	1,565	1,824	2,056
净利润同比增速(%)		84.77	27.98	(0.68)	15.80	30.49

数据来源：WIND、东方证券研究所

4. 投资建议：流动性与政策双击，坚持双主线

1) 流动性与政策双击，为券商板块行情奠定基础。1) 虽然近期市场交投活跃度有所下降，但是拉长周期来看，万亿日均成交额将成为常态化，且成交额中枢仍将持续提升；北交所开市在即，注册制改革持续深入，同时投资端政策有望快速跟进，奠定友好的政策面基础。

2) 衍生品主线：当前我国衍生品市场发展尚处于早期，横向对比海外市场，衍生品的市场空间巨大，且对于专业度和机构客户资源要求极高，容易形成规模效应及高集中度，尤其利好头部券商，但是鉴于当前相关政策没有最终落地，投资风口未至，可以作为中长期投资标的进行持续关注，并可以适当左侧布局。推荐**中信证券(600030, 增持)**，建议关注**中金公司(03908, 未评级)**。

3) 大公募主线是券商板块最主要的中长期 α 赛道，规模和集中度还有非常大的向上空间，但由于公募基金轻资产模式，短时间内上市可能性比较低，所以市场聚焦持有公募基金股权的券商，面临 SOTP 重估带来的估值提升，推荐**广发证券(000776, 买入)**、**兴业证券(601377, 增持)**。

5. 风险提示

1) 系统性风险对券商业绩与估值的压制，包含新冠疫情发展恶化对经济以及市场行情的负面影响超预期、中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期等系统性风险。

2) 监管超预期对券商业务形成冲击，一方面是对部分业务监管的收紧，另一方面是资本市场改革与开放进程低于预期水平。

3) 日均股基成交额、权益资产占比、沪深 300 指数收益率等核心假设指标对行业业绩弹性测算较为敏感，可能会大幅影响业绩弹性测算的结果。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn