

## 非银金融行业

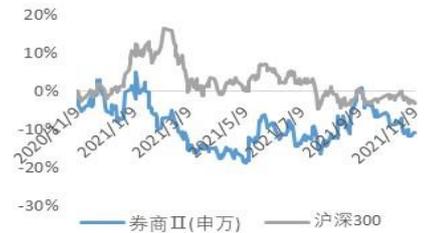
### 证券行业 2021 年三季报综述：整体业绩向好，持续关注财富管理主线

#### 投资要点：

- **高基数导致增速环比下滑，但业绩整体向好态势依旧。**2021年前3季度41家纯券商上市公司共计实现营业收入和归母净利润为4,698.47亿元和1,484.41亿元，同比+22.55%和+22.85%，其中Q3单季度分别+14.35%和+12.90%，增速环比下滑12.81pct和16.94pct；板块平均ROE（未年化）为7.56%，较去年同期进一步提升0.53个pct，再创2016年以来新高。
- **受益于市场交投的持续火热和居民财富权益化转移大趋势下资管产品和基金产品规模的增长，资管业务和经纪业务增速大幅领先。**前三季度41家上市证券公司经纪、投行、资管、信用和自营业务营收分别+19.25%、+0.61%、+24.58%、+15.12%和+9.98%。从收入结构看，自营业务仍为行业第一大收入贡献板块，但受券商子公司期货业务中大宗商品贸易销售及收入大幅增长导致其他业务收入占比同比上升6.04pct影响，除资管业务外其余各业务条线营收占比均有所下滑。
- **行业马太效应依旧明显，大型券商盈利能力表现明显较优。**前三季度CR10券商合计实现归母净利润达993.61亿元，占比75.97%，其中中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券等4家券商前三季度归母净利润均超过100亿元。中信建投、中金公司、国信证券前三季度ROE（未年化）均超过10%，分别达11.38%、10.31%和10.00%，中信证券和兴业证券也超过9%。
- **居民财富配置转移大趋势下资管业务迎发展红利。**41家上市券商中有19家券商资管业务收入同比出现增长，国联证券、中金公司、西部证券、中信证券、东方证券、广发证券等资管收入同比增长均超过50%，其中中信证券、东方证券、广发证券旗下控股基金公司均表现优异；而南京证券、东兴证券、华林证券同比跌幅则超过40%。
- **自营投资业绩分化成为上市券商盈利分化重要因素。**41家上市券商中有23家自营投资收入出现增长，其中招商证券、国泰君安、申万宏源、中金公司、华泰证券等龙头券商在同期高基数基础上增速仍超20%，但部分券商同比出现下行，光大证券、兴业证券、东方证券等同比降幅均超过40%。
- **投资建议：**当前证券板块市场表现与业绩持续背离，在市场持续活跃大背景下，后续北交所开市有望带来进一步业绩增量，叠加居民财富配置向权益化转移带来的财富管理和资管管理发展红利，证券板块业绩确定性依旧较强，建议继续重点关注财富管理主线。
- **风险提示：**疫情反复对经济影响超预期；资本市场改革进展不达预期；行业竞争加剧，佣金费率大幅下行；市场利率超预期波动；权益市场超预期波动。

### 推荐(维持评级)

#### 一年内行业相对大盘走势



#### 团队成员

分析师 朱飞飞  
 执业证书编号：S0210520080001  
 电话：021-20655285  
 邮箱：zff2436@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、《非银金融定期周报:北交所开市渐行渐近，关注券商估值修复》— 2021.11.07
- 2、《非银金融定期周报:资产端利好带动保险估值修复，关注三季报行情》— 2021.10.24
- 3、《9月上市险企保费数据点评:负债端压力仍存，静待数据回暖》— 2021.10.19

## 正文目录

一、	整体情况：业绩持续向好，龙头券商优势凸显 .....	1
1.1	业绩高增态势不改，但高基数导致增速逐季下滑 .....	1
1.2	杠杆率进一步上行，ROE 水平创 2016 年以来新高 .....	1
1.3	经纪和资管业务成为增长主力 .....	2
1.4	马太效应依旧明显，龙头优势凸显 .....	2
二、	分业务情况：资产管理迎发展良机，投资波动导致业绩分化 .....	4
2.1	经纪：市场活跃度持续高位，经纪业务同比高增 .....	4
2.2	投行：股权融资依旧火热，但平均融资规模下降导致收入基本持平 .....	6
2.3	资管：居民财富配置转移大趋势下资管业务迎发展红利 .....	7
2.4	自营：结构性行情导致投资业绩出现明显分化 .....	9
2.5	信用：两融持续扩张，股质规模进一步压降 .....	11
三、	投资建议 .....	13
四、	风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1：证券板块营收增速情况 .....	1
图表 2：证券板块归母净利润增速情况 .....	1
图表 3：41 家上市券商杠杆率和 ROE 表现 .....	1
图表 4：各业务收入增速情况 .....	2
图表 5：营收结构变化情况 .....	2
图表 6：41 家纯证券上市公司数据概览 .....	3
图表 7：历年 A 股市场指数表现情况 .....	4
图表 8：历年 A 股日均成交量数据 .....	5
图表 9：历年融资融券规模 .....	5
图表 10：上市券商经纪业务收入增速情况 .....	5
图表 11：上市券商经纪业务收入分季度情况 .....	5
图表 12：上市券商经纪业务收入明细 .....	5
图表 13：股权融资家数 .....	6
图表 14：股权融资规模 .....	6
图表 15：上市券商投行业务收入增速情况 .....	7
图表 16：上市券商投行业务收入分季度情况 .....	7
图表 17：上市券商投行业务收入明细 .....	7
图表 18：券商受托管理资本规模 .....	8
图表 19：非货币基金规模变动情况 .....	8
图表 20：上市券商资管业务收入增速情况 .....	8
图表 21：上市券商资管业务收入分季度情况 .....	8
图表 22：上市券商资管业务收入明细 .....	9
图表 23：主要股票指数走势 .....	10
图表 24：中债 10 年期国债到期收益率走势 .....	10
图表 25：上市券商自营业务收入增速情况 .....	10
图表 26：上市券商自营业务收入分季度情况 .....	10
图表 27：上市券商自营投资业务收入明细 .....	10
图表 28：股票质押规模变化情况 .....	11
图表 29：市场融资融券规模情况 .....	11
图表 30：上市券商信用业务收入增速情况 .....	12

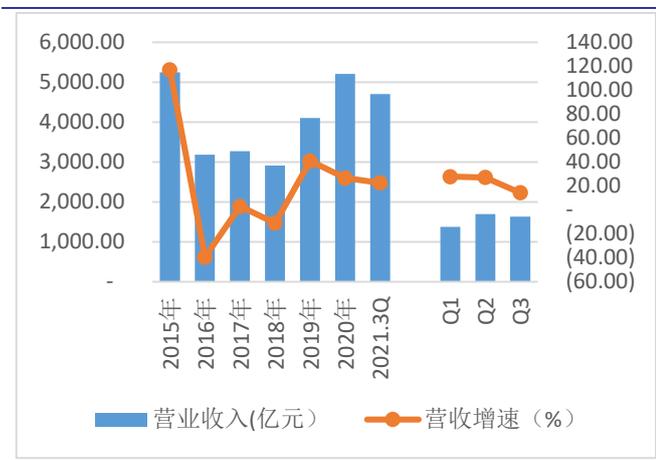
图表 31：上市券商单季度利息净收入及增速.....	12
图表 32：上市券商信用业务收入明细.....	12
图表 33：2011 年以来行业估值走势.....	13

## 一、整体情况：业绩持续向好，龙头券商优势凸显

### 1.1 业绩高增态势不改，但高基数导致增速逐季下滑

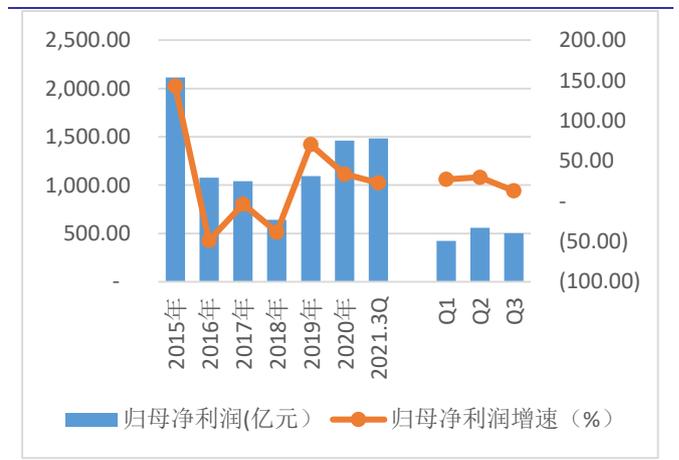
2021年前3季度41家纯券商上市公司共计实现营业收入4,698.47亿元，同比+22.55%，其中Q1/Q2/Q3单季度营业收入分别为+27.72%、+27.16%和+14.35%；实现归母净利润1,484.41亿元，同比+22.85%，其中Q1/Q2/Q3单季度归母净利润分别+27.12%、+29.84%和+12.90%。整体看，虽然受去年同期高基数影响，Q1-Q3营收利润增速逐季下滑，但业绩向好态势依旧明确，前三季度净利润已超过去年全年水平。

图表 1：证券板块营收增速情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：证券板块归母净利润增速情况

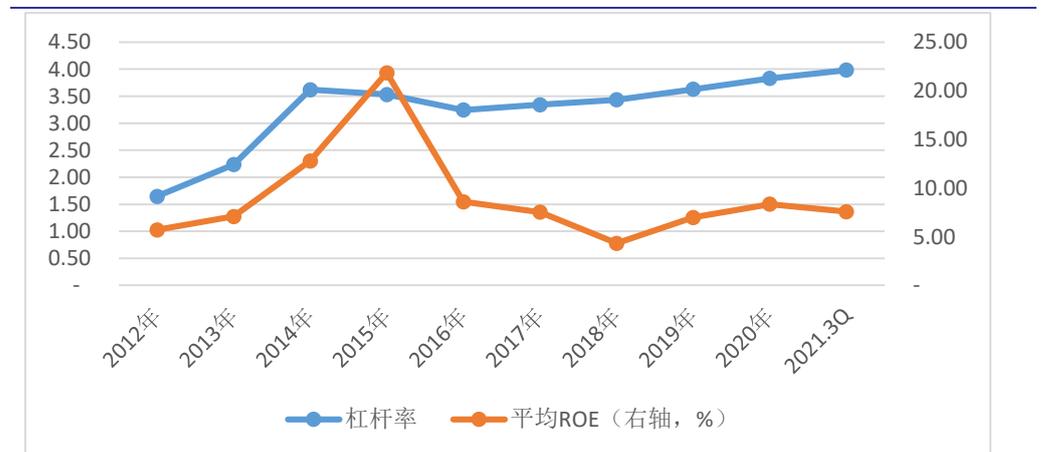


数据来源：Wind，华福证券研究所

### 1.2 杠杆率进一步上行，ROE 水平创 2016 年以来新高

2021年3季度末41家纯券商上市公司杠杆率为3.98倍，较2020年底进一步提升0.15倍，整体杠杆率自2016年以来持续提升。与此同时，证券板块平均ROE（未年化）达到7.56%，较去年同期进一步提升0.53pct，再创2016年以来新高。

图表 3：41 家上市券商杠杆率和 ROE 表现



数据来源：Wind，华福证券研究所

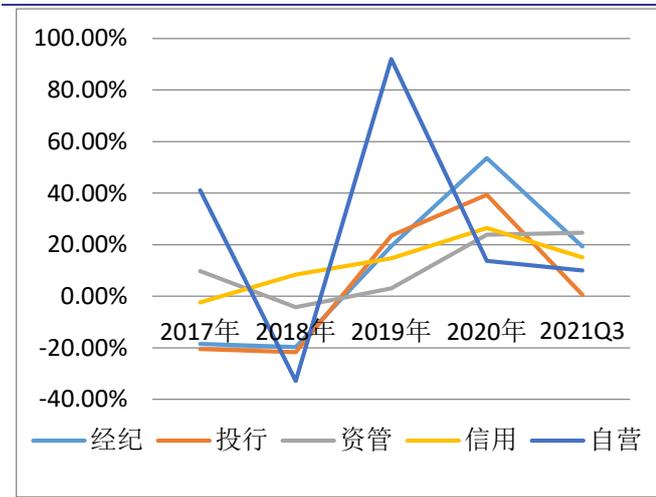
注：杠杆率=（资产总计-代理买卖证券款）/归属母公司股东的股东权益

### 1.3 经纪和资管业务成为增长主力

2021年前三季度41家上市证券公司经纪、投行、资管、信用和自营板块分别实现营业收入1,040.27亿元、408.12亿元、349.79亿元、463.33亿元和1,243.79亿元，同比分别+19.25%、+0.61%、+24.58%、+15.12%和+9.98%，受益于市场交投的持续火热和居民财富权益化转移大趋势下资管产品和基金产品规模的增长，资管业务和经纪业务增幅大幅领先。

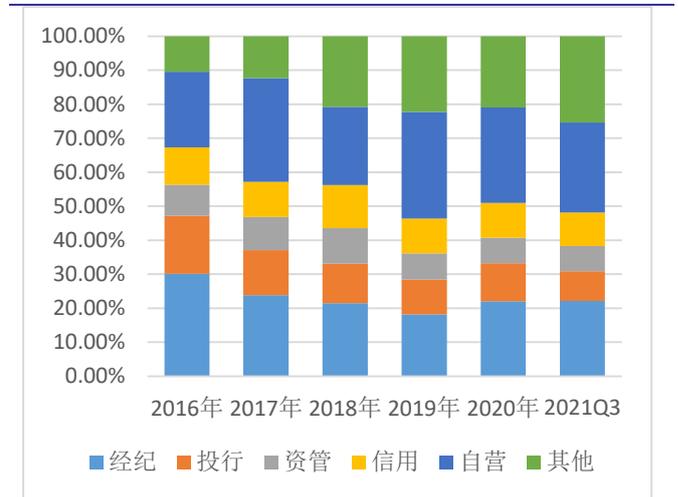
从收入结构看，经纪、投行、资管、信用、自营、其他业务收入占比分别为22.14%、8.69%、7.44%、9.86%、26.47%和25.39%，受券商子公司期货业务中大宗商品贸易销售及收入大幅增长导致其他业务收入占比同比上升6.04pct影响，除资管业务外，其余业务条线营收占比均有所下滑，但从绝对规模来看，自营业务仍为行业第一大收入贡献板块。

图表4：各业务收入增速情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表5：营收结构变化情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

### 1.4 马太效应依旧明显，龙头优势凸显

从利润规模看，2021年前三季度CR10券商合计实现归母净利润达993.61亿元，占比75.97%，其中中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券等4家券商前三季度归母净利润均超过100亿元。

从利润增速看，前三季度有31家券商前三季度净利润同比呈增长状态，其中大型券商增速较为稳定，中小型券商利润增速弹性明显高于大型券商，中原证券、太平洋证券前三季度归母净利润增速达472.61%和543.21%。

从杠杆水平看，有27家公司杠杆率相比2020年底有所提升，其中招商证券、山西证券、东北证券杠杆率分别为4.66倍、3.66倍和3.78倍，分别较2020年底提升0.74倍、0.72倍和0.61倍。整体看，大型券商杠杆率水平基本处于4-7倍之间，明显高于行业平均，其中杠杆率排名第一的中金公司达6.65倍，而排名第二、三的华泰证券、申万宏源则分别为4.77倍和4.71倍。

从 ROE 水平看,有 21 家券商前三季度 ROE 水平超过板块均值,其中大型券商盈利能力表现明显较优,中信建投、中金公司、国信证券前三季度 ROE (未年化)均超过 10%,分别达 11.38%、10.31%和 10.00%,中信证券和兴业证券也超过 9%。而财达证券、中原证券、太平洋证券前三季度 ROE 则同比出现较大提升,分别为 5.40%、3.66%和 3.49%,较去年同期分别提高 5.4pct、2.84pct 和 2.54pct。

**图表 6: 41 家纯证券上市公司前三季度经营数据概览**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PB	归属母公司 股东的权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利 润(亿元)	营收 yoy (%)	归母净 利润 yoy(%)	2021 年 3QROE (%)	2021 年 3Q 杠杆 率
<b>41 家纯证券上市公司</b>		30,498.34	1.49	20,494.05	4,698.47	1,484.41	22.55	22.85	6.50	3.98
600030.SH	中信证券	3,345.45	1.64	2,038.74	578.12	176.45	37.66	39.37	9.34	4.55
601995.SH	中金公司	2,324.81	2.86	813.21	216.86	74.54	29.08	52.39	10.31	6.65
601066.SH	中信建投	2,194.37	2.86	768.25	206.11	72.58	29.96	-3.11	11.38	4.46
600837.SH	海通证券	1,613.43	1.00	1,620.78	348.39	118.26	23.31	39.10	7.44	3.87
601211.SH	国泰君安	1,560.76	1.09	1,437.40	319.07	116.35	23.97	29.97	8.62	4.62
000776.SZ	广发证券	1,533.36	1.47	1,041.00	268.71	86.41	25.49	6.15	8.57	3.69
600999.SH	招商证券	1,492.32	1.36	1,096.25	217.82	85.01	21.67	16.92	8.47	4.66
601688.SH	华泰证券	1,440.46	1.03	1,392.53	269.07	110.49	10.57	25.00	8.31	4.77
000166.SZ	申万宏源	1,284.55	1.30	985.61	248.91	74.09	15.88	13.48	8.05	4.71
002736.SZ	国信证券	1,095.82	1.16	945.55	169.96	78.00	21.40	42.48	10.00	3.13
601881.SH	中国银河	1,001.56	1.04	961.43	261.03	74.01	44.37	30.97	8.79	4.21
600958.SH	东方证券	962.33	1.52	632.46	188.40	43.21	17.37	41.62	7.30	3.84
601788.SH	光大证券	702.22	1.22	576.14	123.05	32.57	15.32	-1.60	6.10	3.08
601901.SH	方正证券	671.74	1.62	413.99	64.59	19.28	12.82	30.08	4.76	2.81
600918.SH	中泰证券	644.60	1.83	351.47	90.03	25.44	19.58	10.88	7.39	4.11
601377.SH	兴业证券	611.41	1.53	399.64	138.84	35.23	2.87	16.31	9.03	3.85
601236.SH	红塔证券	528.75	2.32	227.70	54.86	10.55	62.74	14.15	6.71	1.57
601878.SH	浙商证券	478.57	2.06	232.33	120.79	15.88	70.32	54.61	7.32	4.34
000783.SZ	长江证券	400.37	1.31	304.77	66.48	21.99	12.66	13.85	7.61	3.93
600906.SH	财达证券	371.55	3.37	110.25	19.63	5.46	24.41	52.07	5.40	3.09
601696.SH	中银证券	368.92	2.35	156.87	26.30	9.43	0.92	11.21	6.15	2.91
601108.SH	财通证券	368.23	1.55	238.17	46.08	15.94	-0.98	5.30	6.73	3.35
601990.SH	南京证券	357.95	2.19	163.23	21.10	8.83	11.15	23.47	5.48	2.51
601198.SH	东兴证券	354.28	1.62	218.71	38.25	11.80	-7.03	-7.26	5.47	3.49
002939.SZ	长城证券	354.10	1.85	191.64	58.82	13.55	21.49	17.26	7.26	3.45
601456.SH	国联证券	346.33	2.16	160.55	20.54	6.57	50.44	43.07	6.05	3.34
002673.SZ	西部证券	342.37	1.28	266.68	47.93	9.90	30.93	6.94	3.76	2.18
601162.SH	天风证券	341.43	1.31	261.29	29.18	6.35	-15.00	-9.61	2.85	3.59
601555.SH	东吴证券	328.68	1.14	287.35	63.91	19.05	19.86	19.51	0.49	2.78
600109.SH	国金证券	324.21	1.37	236.55	49.19	15.38	4.04	-1.72	6.67	2.66
000728.SZ	国元证券	323.79	1.01	319.96	37.08	13.26	4.96	22.74	4.22	2.67

600369.SH	西南证券	319.63	1.27	252.59	25.62	9.04	9.33	20.17	3.57	2.69
002797.SZ	第一创业	287.02	2.00	143.32	24.17	6.25	16.53	11.65	4.42	2.46
002945.SZ	华林证券	282.96	4.52	62.64	10.64	4.81	-7.67	-27.20	7.85	2.54
600909.SH	华安证券	240.05	1.26	190.32	22.62	9.68	-11.17	-3.40	5.99	2.85
002926.SZ	华西证券	237.56	1.06	224.52	39.66	14.27	16.04	-6.08	6.50	2.87
002500.SZ	山西证券	224.72	1.31	170.94	28.95	6.16	7.12	-13.97	3.62	3.66
601375.SH	中原证券	213.11	1.55	137.80	34.74	4.97	57.30	472.61	3.66	3.08
601099.SH	太平洋	212.67	2.14	99.28	12.77	3.40	59.92	243.21	3.49	1.51
000750.SZ	国海证券	210.16	1.13	185.62	39.40	7.80	8.09	-15.10	4.22	2.46
000686.SZ	东北证券	201.75	1.14	176.50	50.80	12.15	0.05	24.97	7.08	3.78

数据来源: Wind, 华福证券研究所

## 二、 分业务情况: 资产管理迎发展良机, 投资波动导致业绩分化

### 2.1 经纪: 市场活跃度持续高位, 经纪业务同比高增

虽然 2021 年前三季度市场波动加剧, 整体呈现结构性行情, 截至三季度末上证综合指数、沪深 300 指数和创业板指数分别+2.74%、-6.62%和+9.39%, 但市场活跃度依旧维持高位, 日均成交额达 10,466.54 亿元, 较 2020 年全年和 2021 年上半年分别+24.39%和+16.66%, 创历史新高。受益于市场情绪的火热, 2021 年前三季度上市券商实现经纪业务收入 1,040.27 亿元, 同比+19.25%, 基本已接近 2020 年全年 1,147.66 亿元的水平。

分公司看, 前三季度排名第一的中信证券经纪业务收入规模达 108.79 亿元, 龙头优势明显, 排名第二和第三的国泰君安和中国银河则分别为 71.00 亿元和 66.84 亿元。从经纪业务收入增速看, 41 家上市券商中有 15 家经纪业务收入增速跑赢板块, 其中浙商证券、东吴证券、东方证券收入增速均超过 40%, 分别达 42.07%、41.22%和 40.07%, 而国海证券、财达证券经纪业务收入则同比出现下滑, 降幅分别达 15.60%和 7.13%。

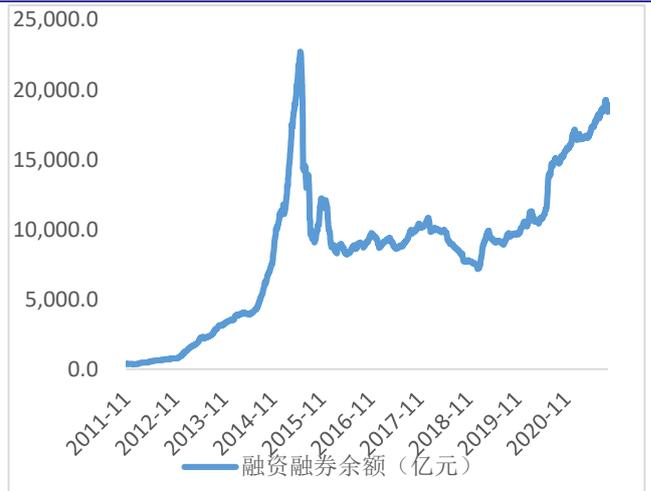
图表 7: 历年 A 股市场指数表现情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 8：历年 A 股日均成交量数据**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 9：历年融资融券规模**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 10：上市券商经纪业务收入增速情况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 11：上市券商经纪业务收入分季度情况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 12：上市券商经纪业务收入明细**

证券代码	证券简称	净收入 (亿元)		yoy		证券代码	证券简称	净收入 (亿元)		yoy	
		2020.Q3	2021.Q3	2020.Q3	2021.Q3			2020.Q3	2021.Q3	2020.Q3	2021.Q3
600030.SH	中信证券	188.41	255.97	43.31%	35.86%	002926.SZ	华西证券	16.76	20.90	51.38%	24.70%
000776.SZ	广发证券	105.30	140.25	46.35%	33.19%	601162.SH	天风证券	20.61	20.33	43.58%	-1.33%
601688.SH	华泰证券	103.23	112.80	50.33%	9.27%	000686.SZ	东北证券	13.80	19.38	17.71%	40.38%
601211.SH	国泰君安	104.09	112.71	37.15%	8.28%	000750.SZ	国海证券	14.19	17.09	34.62%	20.48%
601995.SH	中金公司	87.21	112.24	50.29%	28.70%	601198.SH	东兴证券	19.69	16.12	30.54%	-18.13%
600837.SH	海通证券	104.91	105.79	47.69%	0.84%	601696.SH	中银证券	15.79	16.12	45.65%	2.07%
601066.SH	中信建投	85.02	91.12	54.61%	7.17%	002939.SZ	长城证券	11.88	14.37	11.32%	21.00%
600999.SH	招商证券	78.04	87.34	43.05%	11.92%	002673.SZ	西部证券	13.21	14.03	37.26%	6.24%
601377.SH	兴业证券	58.70	79.38	85.76%	35.23%	600909.SH	华安证券	11.52	13.10	53.69%	13.67%
002736.SZ	国信证券	67.74	73.95	46.98%	9.16%	000728.SZ	国元证券	12.75	12.94	53.50%	1.44%
000166.SZ	申万宏源	60.47	69.87	30.52%	15.54%	002797.SZ	第一创业	12.30	12.48	14.23%	1.45%
600958.SH	东方证券	48.20	68.94	46.37%	43.03%	601375.SH	中原证券	8.73	11.76	27.70%	34.71%
601881.SH	中国银河	65.17	68.85	43.84%	5.65%	002500.SZ	山西证券	11.50	10.11	40.28%	-12.07%
601788.SH	光大证券	60.24	59.45	31.96%	-1.32%	601456.SH	国联证券	6.54	8.94	41.62%	36.76%
600918.SH	中泰证券	38.71	46.82	24.54%	20.97%	600369.SH	西南证券	8.30	8.45	11.96%	1.78%

601901.SH	方正证券	40.20	42.42	41.78%	5.52%	600906.SH	财达证券	7.91	8.28	—	4.71%
000783.SZ	长江证券	32.25	38.90	35.14%	20.60%	601990.SH	南京证券	7.88	8.17	1.35%	3.72%
601878.SH	浙商证券	22.25	30.41	81.37%	36.69%	002945.SZ	华林证券	5.00	6.87	52.24%	37.54%
600109.SH	国金证券	28.54	27.26	84.70%	-4.51%	601099.SH	太平洋	6.18	5.77	43.59%	-6.73%
601555.SH	东吴证券	20.06	24.86	40.09%	23.90%	601236.SH	红塔证券	3.82	3.78	44.66%	-1.06%
601108.SH	财通证券	22.36	24.24	41.97%	8.43%						

数据来源：Wind，华福证券研究所

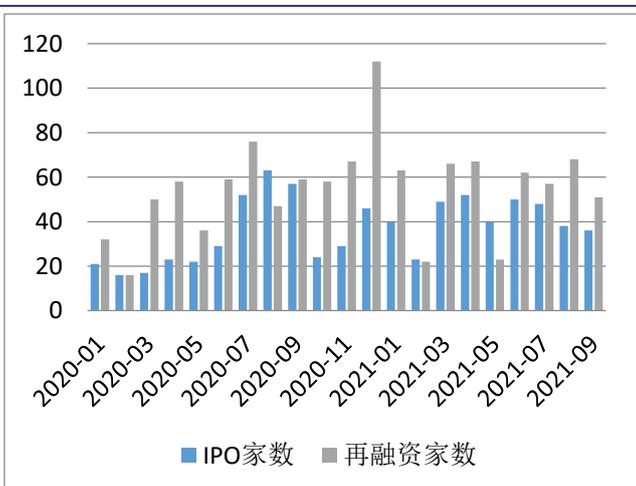
## 2.2 投行：股权融资依旧火热，但平均融资规模下降导致收入基本持平

2021年前三季度A股市场股权融资家数为855家，同比+16.64%，合计募集资金12,246.58亿元，与2020年同期基本持平，其中376家实现IPO，同比+25.33%，合计募集资金3763.43亿元，同比-0.52%，479家完成再融资，同比+10.62%，合计募集资金8483.15亿元，同比+0.24%。从IPO和再融资企业平均募集资金来看，2021年IPO和再融资企业平均募资金额分别为14.32亿元和10.01亿元，同比分别-14.26%和-20.63%。

在鼓励提升直接融资占比大背景下，虽然沪深两市股权融资家数出现大幅增长，但平均融资规模的下降却使得整体融资规模并未出现明显增长。受此影响，2021年前三季度上市券商实现投行业务收入408.12亿元，同比仅+0.61%，收入增速明显低于其余业务板块，其中Q3单季度实现投行业务净收入为142.38亿元，高基数背景下收入同比-26.70%。

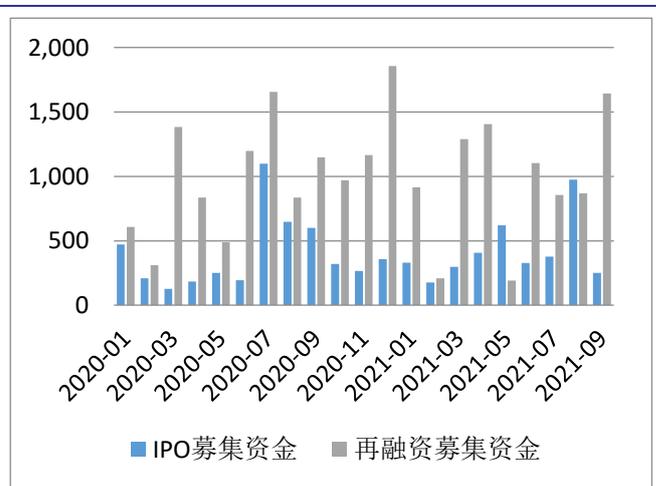
分公司看，41家上市券商中有17家券商投行收入同比出现增长，其中中原证券、华林证券、东北证券、国联证券和长城证券投行收入同比增长超过50%，同比分别+177.03%、+77.05%、+73.66%、+62.11%和53.46%；而广发证券、方正证券、中国银行、山西证券和西部证券投行业务降幅则超过30%，同比分别-42.17%、-37.74%、-35.82%、-35.22%和-31.25%。

图表 13：股权融资家数



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 14：股权融资规模 (亿元)



数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 15: 上市券商投行业务收入增速情况 (亿元)**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 16: 上市券商投行业务收入分季度情况 (亿元)**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 17: 上市券商投行业务收入明细**

证券代码	证券简称	净收入 (亿元)		yoy		证券代码	证券简称	净收入 (亿元)		yoy	
		2020.Q3	2021.Q3	2020.Q3	2021.Q3			2020.Q3	2021.Q3	2020.Q3	2021.Q3
600030.SH	中信证券	44.93	56.44	50.72%	25.63%	601881.SH	中国银河	6.46	4.14	60.50%	-35.82%
601995.SH	中金公司	33.70	41.33	67.86%	22.66%	601375.SH	中原证券	1.48	4.10	17.28%	177.03%
601066.SH	中信建投	39.45	34.69	55.79%	-12.06%	002926.SZ	华西证券	3.07	3.69	24.44%	20.17%
600837.SH	海通证券	38.69	34.55	50.75%	-10.72%	000728.SZ	国元证券	4.39	3.47	72.02%	-21.10%
601688.SH	华泰证券	27.46	26.55	128.72%	-3.28%	000776.SZ	广发证券	5.94	3.43	-33.24%	-42.17%
601211.SH	国泰君安	25.42	23.89	50.38%	-6.00%	002500.SZ	山西证券	4.84	3.13	71.18%	-35.22%
601788.SH	光大证券	16.94	14.56	44.27%	-14.09%	601456.SH	国联证券	1.93	3.13	41.53%	62.11%
002736.SZ	国信证券	13.48	13.49	43.12%	0.05%	601901.SH	方正证券	5.00	3.11	42.35%	-37.74%
600999.SH	招商证券	14.13	12.60	21.19%	-10.80%	000686.SZ	东北证券	1.55	2.70	-36.76%	73.66%
600958.SH	东方证券	10.07	12.06	40.29%	19.66%	002673.SZ	西部证券	3.52	2.42	45.77%	-31.25%
000166.SZ	申万宏源	8.94	11.67	27.94%	30.51%	000750.SZ	国海证券	3.01	2.33	30.16%	-22.53%
600109.SH	国金证券	13.40	10.42	172.08%	-22.25%	600369.SH	西南证券	1.95	2.12	-10.51%	8.76%
600918.SH	中泰证券	7.68	10.29	-6.37%	34.03%	601990.SH	南京证券	2.12	2.11	-17.49%	-0.70%
601377.SH	兴业证券	11.38	9.83	125.70%	-13.64%	002945.SZ	华林证券	1.16	2.06	121.65%	77.05%
601878.SH	浙商证券	6.67	8.59	202.45%	28.86%	600906.SH	财达证券	1.86	2.00	—	7.52%
601198.SH	东兴证券	9.89	7.26	43.70%	-26.60%	002797.SZ	第一创业	2.55	1.83	1.09%	-28.41%
601162.SH	天风证券	7.56	7.13	62.50%	-5.63%	601696.SH	中银证券	2.10	1.68	61.03%	-20.25%
601555.SH	东吴证券	7.08	6.97	88.74%	-1.56%	601099.SH	太平洋	1.41	1.38	150.73%	-2.41%
000783.SZ	长江证券	5.63	6.35	8.36%	12.82%	600909.SH	华安证券	1.33	1.13	57.47%	-14.94%
601108.SH	财通证券	3.99	4.54	116.20%	13.58%	601236.SH	红塔证券	0.66	0.66	80.82%	-0.83%
002939.SZ	长城证券	2.81	4.31	-28.90%	53.46%						

数据来源: Wind, 华福证券研究所

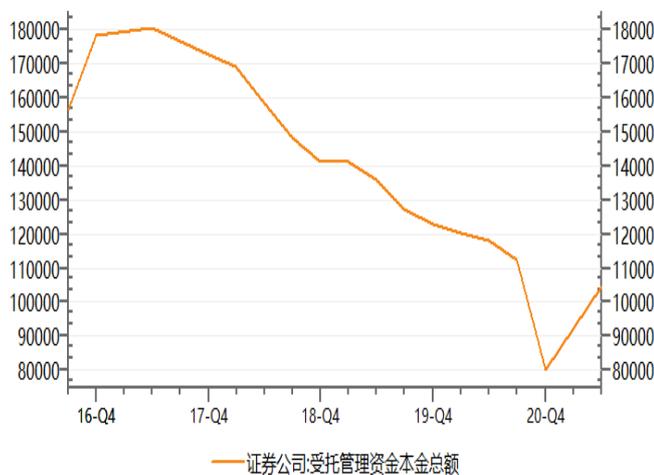
### 2.3 资管: 居民财富配置转移大趋势下资管业务迎发展红利

一方面, 随着资管新规过渡期截止日的临近, 证券行业整体资产管理业务规模呈触底回升态势, 截至 2021 年 6 月底证券行业受托管理资金本金总额自 2020 年底的

80,100 亿元回升至 104,500 亿元；另一方面，房住不炒大背景下，随着资本市场深化改革的持续，居民财富配置逐渐向权益资产转移，截至 2021 年 9 月底非货公募基金规模达 14.56 万亿元，同比+37.31%。受益于此，2021 年前三季度上市证券公司实现资管业务净收入 349.79 亿元，同比+24.58%。

分公司看，41 家上市券商中有 19 家券商资管业务净收入同比出现增长，其中国联证券、中金公司、西部证券、中信证券、东方证券、广发证券等资管收入同比增长均超过 50%，同比分别+83.67%、65.48%、64.09%、59.05%、56.94%和 56.25%，中信证券、东方证券、广发证券旗下控股子公司均表现优异；而南京证券、东兴证券、华林证券同比跌幅则超过 40%。

图表 18: 券商受托管理资本金规模 (亿元)



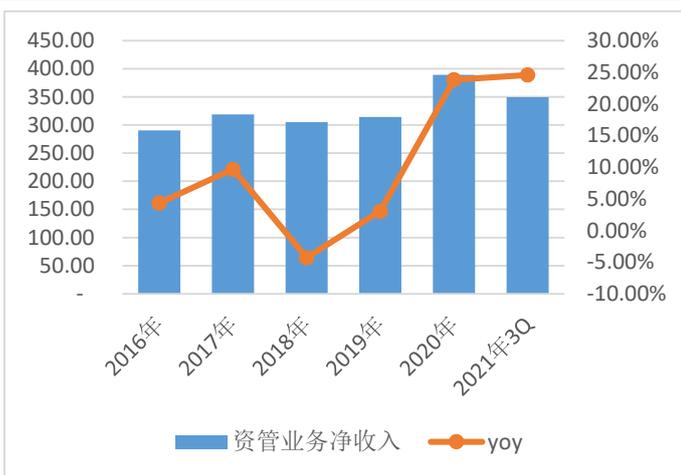
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 19: 非货基金规模变动情况



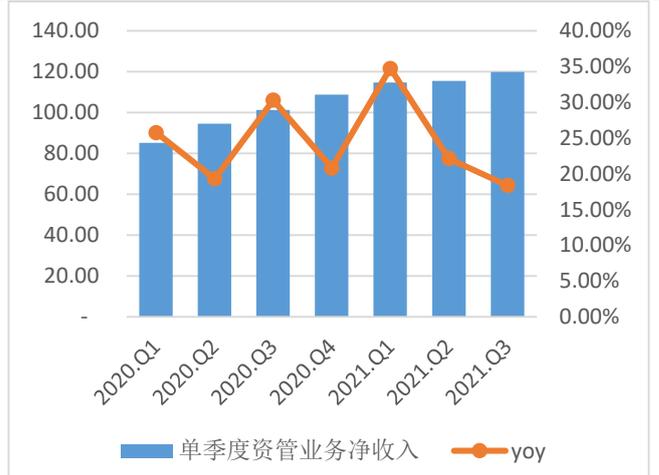
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 20: 上市券商资管业务收入增速情况 (亿元)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 21: 上市券商资管业务收入分季度情况 (亿元)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 22：上市券商资管业务收入明细

证券代码	证券简称	净收入（亿元）		yoy		证券代码	证券简称	净收入（亿元）		yoy	
		2020.Q3	2021.Q3	2020.Q3	2021.Q3			2020.Q3	2021.Q3	2020.Q3	2021.Q3
600030.SH	中信证券	53.94	85.79	31.55%	59.05%	601377.SH	兴业证券	1.26	1.83	-43.92%	45.19%
000776.SZ	广发证券	47.05	73.51	65.23%	56.25%	002736.SZ	国信证券	2.05	1.82	20.46%	-11.18%
600958.SH	东方证券	17.76	27.88	33.10%	56.94%	000750.SZ	国海证券	2.39	1.64	19.98%	-31.36%
600837.SH	海通证券	23.85	24.63	47.25%	3.26%	000686.SZ	东北证券	1.15	1.47	35.09%	28.11%
601688.SH	华泰证券	25.31	23.35	15.65%	-7.72%	002500.SZ	山西证券	1.15	1.34	3.73%	16.54%
601211.SH	国泰君安	11.81	14.27	-3.30%	20.86%	601555.SH	东吴证券	1.14	1.08	-11.08%	-4.92%
601995.SH	中金公司	5.74	9.50	40.19%	65.48%	601198.SH	东兴证券	1.96	1.02	-19.43%	-47.79%
601108.SH	财通证券	9.04	9.47	21.93%	4.76%	601236.SH	红塔证券	1.05	0.95	67.83%	-10.05%
000166.SZ	申万宏源	9.01	9.38	11.29%	4.05%	601456.SH	国联证券	0.44	0.81	23.85%	83.67%
600999.SH	招商证券	7.76	7.44	4.06%	-4.12%	600109.SH	国金证券	0.83	0.81	17.53%	-2.73%
601066.SH	中信建投	6.58	7.19	20.39%	9.29%	000728.SZ	国元证券	0.66	0.74	43.07%	11.93%
601788.SH	光大证券	11.09	6.76	15.63%	-39.07%	002939.SZ	长城证券	0.82	0.71	-34.73%	-13.35%
002797.SZ	第一创业	5.00	6.62	-5.33%	32.52%	601099.SH	太平洋	1.02	0.70	1.71%	-32.00%
601696.SH	中银证券	6.29	5.77	39.49%	-8.26%	002926.SZ	华西证券	0.85	0.62	57.57%	-26.79%
601162.SH	天风证券	6.16	4.82	30.08%	-21.65%	600906.SH	财达证券	0.22	0.32	—	44.05%
601881.SH	中国银河	4.42	3.92	-9.53%	-11.29%	601375.SH	中原证券	0.29	0.27	-52.13%	-5.71%
600918.SH	中泰证券	2.45	3.61	-11.33%	47.13%	002945.SZ	华林证券	0.37	0.21	-46.22%	-42.55%
600909.SH	华安证券	2.07	2.81	188.77%	35.55%	600369.SH	西南证券	0.29	0.18	-39.77%	-36.23%
601878.SH	浙商证券	2.53	2.48	53.64%	-1.90%	601990.SH	南京证券	0.39	0.17	-4.80%	-56.92%
000783.SZ	长江证券	2.42	1.87	-10.21%	-22.47%	002673.SZ	西部证券	0.09	0.15	-52.13%	64.09%
601901.SH	方正证券	2.05	1.84	-34.24%	-10.13%						

数据来源：Wind，华福证券研究所

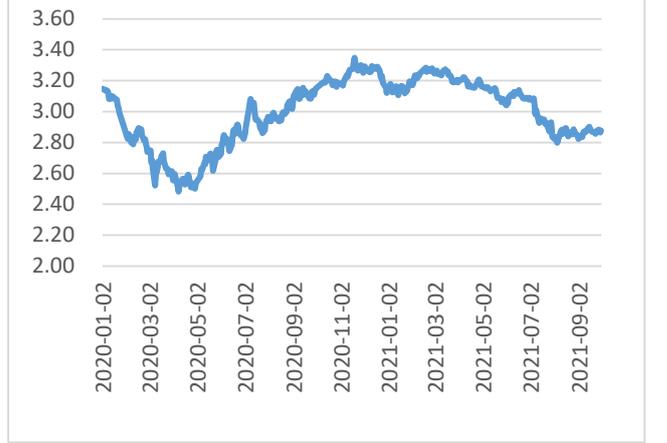
#### 2.4 自营：结构性行情导致投资业绩出现明显分化

截至 9 月底，上证综合指数、沪深 300 指数、创业板指数和中债 10 年期国债到期收益率分别+2.74%、-6.62%、+9.39%和-0.08%，前三季度 41 家上市券商合计自营投资收入（投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动）1243.79 亿元，同比+9.98%，其中 Q3 单季度权益市场结构性行情延续，债券市场高位回调，单季度实现自营投资收入 373.80 亿元，同比+7.09%，增速逐季下滑。

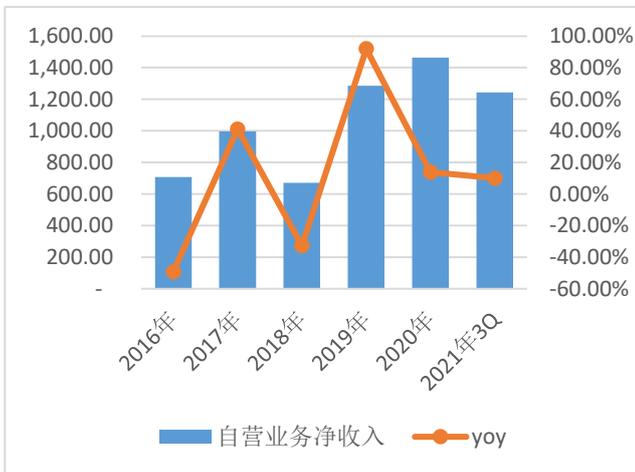
分公司看，各公司投资业绩分化较为明显，41 家上市券商中有 23 家自营投资收入出现增长，其中招商证券、国泰君安、申万宏源、中金公司、华泰证券等龙头券商在同期高基数基础上增速仍超 20%，但部分券商同比出现下行，光大证券、兴业证券、东方证券等同比降幅均超过 40%。

**图表 23: 主要股票指数走势**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 24: 中债 10 年期国债到期收益率走势**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 25: 上市券商自营业务收入增速情况 (亿元)**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 26: 上市券商自营业务收入分季度情况 (亿元)**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 27: 上市券商自营投资业务收入明细**

证券代码	证券简称	净收入 (亿元)		yoy		证券代码	证券简称	净收入 (亿元)		yoy	
		2020.Q3	2021.Q3	2020.Q3	2021.Q3			2020.Q3	2021.Q3	2020.Q3	2021.Q3
600030.SH	中信证券	158.76	154.04	36.41%	-2.98%	601162.SH	天风证券	12.91	12.38	41.10%	-4.13%
601995.SH	中金公司	97.25	115.73	86.28%	19.00%	002500.SZ	山西证券	11.80	11.76	7.80%	-0.32%
600837.SH	海通证券	80.04	107.10	-2.25%	33.80%	600369.SH	西南证券	8.83	11.40	-24.92%	29.06%
601688.SH	华泰证券	81.24	96.51	36.48%	18.80%	000783.SZ	长江证券	16.07	11.20	-24.43%	-30.28%
601211.SH	国泰君安	64.07	92.67	17.24%	44.65%	002939.SZ	长城证券	11.67	11.20	25.02%	-4.03%
600999.SH	招商证券	48.98	73.53	19.36%	50.12%	601456.SH	国联证券	4.73	9.84	44.56%	107.89%
000166.SZ	申万宏源	50.37	72.67	20.93%	44.28%	002926.SZ	华西证券	9.32	9.60	13.54%	3.04%
002736.SZ	国信证券	33.78	62.78	0.19%	85.88%	601108.SH	财通证券	13.00	8.11	11.35%	-37.59%
601066.SH	中信建投	60.85	55.61	104.06%	-8.62%	002797.SZ	第一创业	5.31	8.08	-10.70%	52.29%
000776.SZ	广发证券	62.75	50.75	20.15%	-19.11%	601375.SH	中原证券	3.71	8.03	-46.27%	116.70%
601881.SH	中国银河	38.92	49.32	15.76%	26.71%	600906.SH	财达证券	5.80	7.82	—	34.73%
600958.SH	东方证券	39.04	23.00	51.79%	-41.09%	000728.SZ	国元证券	7.53	7.04	88.23%	-6.53%
601377.SH	兴业证券	40.47	19.11	29.60%	-52.79%	601099.SH	太平洋	1.73	5.90	-85.78%	240.91%
601555.SH	东吴证券	17.32	17.73	48.59%	2.41%	601198.SH	东兴证券	9.47	5.51	16.58%	-41.83%
601236.SH	红塔证券	18.05	16.60	54.31%	-8.07%	601901.SH	方正证券	3.29	5.37	-60.64%	62.95%

600918.SH	中泰证券	12.31	16.18	-34.38%	31.43%	600909.SH	华安证券	8.84	5.21	-4.69%	-41.07%
601878.SH	浙商证券	11.15	14.76	4.96%	32.36%	601788.SH	光大证券	16.15	5.15	-34.50%	-68.12%
000750.SZ	国海证券	13.56	14.68	53.59%	8.23%	601990.SH	南京证券	3.83	4.81	39.81%	25.70%
000686.SZ	东北证券	17.37	13.97	0.38%	-19.57%	601696.SH	中银证券	2.62	2.22	-24.02%	-15.37%
600109.SH	国金证券	11.57	13.11	44.90%	13.36%	002945.SZ	华林证券	3.68	0.25	79.01%	-93.31%
002673.SZ	西部证券	12.77	13.08	-6.57%	2.42%						

数据来源: Wind, 华福证券研究所

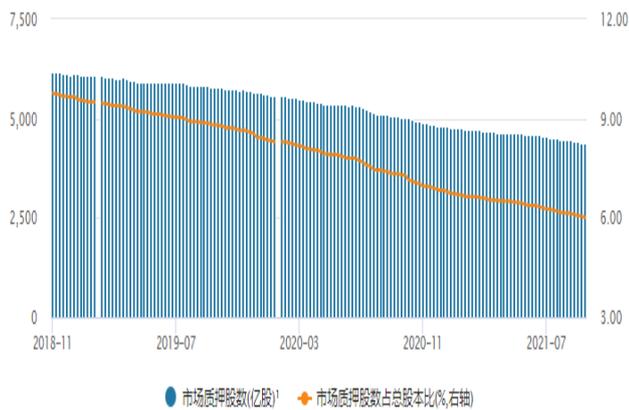
## 2.5 信用：两融持续扩张，股质规模进一步压降

虽然股票质押业务自 2018 年风险暴露以来持续压降，但受益 2019 年 8 月两融股票标的的大幅扩容、试点注册制以来两融标的持续增长以及 2020 年 7 月证金公司转融通业务保证金提取比例限制的放宽，整体融资融券规模持续扩张。

截至 2021 年 9 月底，市场股票质押股数已降至 4,382.79 亿股，参考市值为 4.18 万亿元，占总股本比例自 2020 年底的 6.78% 进一步降至 6.01%，而两融余额则达 1.84 万亿元，较年初和 6 月底分别+13.74% 和 +3.21%。受益于此，2020 年前三季度上市券商实现利息净收入 463.33 亿元，同比+15.12%。

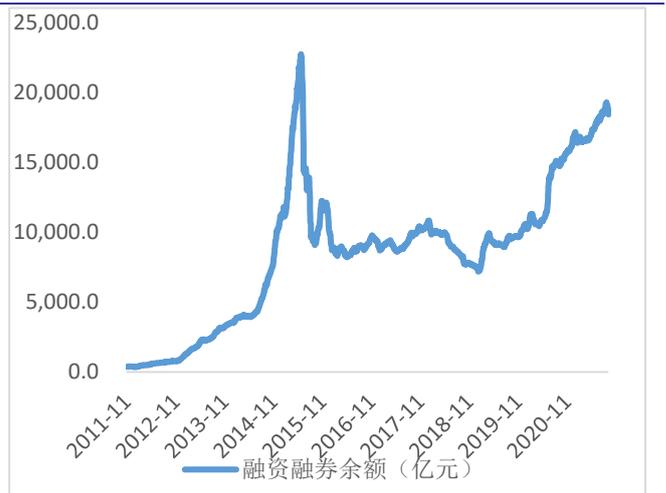
分公司看，大型券商受益资金优势迅速扩大两融业务规模，海通证券、中信证券、国泰君安利息净收入排名前三，分别达 50.70 亿元、43.86 亿元、43.78 亿元，而收入增速前三券商则为中信证券、天风证券、东方证券，同比分别+139.49%、+88.11% 和 +86.56%。

图表 28：股票质押规模变化情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 29：市场融资融券规模情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 30: 上市券商信用业务收入增速情况 (亿元)**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 31: 上市券商单季度利息净收入及增速 (亿元)**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 32: 上市券商信用业务收入明细**

证券代码	证券简称	2020 年前三季度			2021 年前三季度			2021 年前三季度同比		
		利息净收入	利息收入	利息支出	利息净收入	利息收入	利息支出	利息净收入	利息收入	利息支出
600837.SH	海通证券	35.43	133.79	98.36	50.70	141.39	90.69	43.12%	5.68%	-7.80%
600030.SH	中信证券	18.31	111.82	93.50	43.86	158.43	114.57	139.49%	41.69%	22.54%
601211.SH	国泰君安	45.17	106.70	61.53	43.78	118.08	74.30	-3.07%	10.67%	20.75%
601881.SH	中国银河	31.50	77.98	46.47	41.26	97.78	56.52	30.96%	25.40%	21.63%
000776.SZ	广发证券	30.52	84.56	54.04	36.89	101.25	64.36	20.87%	19.74%	19.10%
601688.SH	华泰证券	18.04	77.39	59.36	30.05	110.89	80.84	66.58%	43.28%	36.20%
601788.SH	光大证券	13.47	42.48	29.01	19.04	47.79	28.75	41.42%	12.51%	-0.91%
002736.SZ	国信证券	24.84	52.94	28.10	16.65	53.64	36.99	-32.97%	1.33%	31.65%
601901.SH	方正证券	11.39	24.57	13.18	16.17	28.95	12.78	42.00%	17.85%	-3.02%
600999.SH	招商证券	22.06	71.20	49.14	14.79	85.14	70.35	-32.96%	19.58%	43.17%
601066.SH	中信建投	10.71	50.94	40.23	14.38	66.84	52.46	34.28%	31.21%	30.39%
000728.SZ	国元证券	11.29	20.22	8.93	13.21	22.87	9.66	16.98%	13.12%	8.23%
600918.SH	中泰证券	16.26	36.54	20.28	13.20	36.99	23.79	-18.81%	1.23%	17.29%
601377.SH	兴业证券	8.09	31.08	23.00	12.96	34.85	21.89	60.20%	12.11%	-4.80%
000783.SZ	长江证券	8.91	24.73	15.82	11.52	32.18	20.66	29.39%	30.16%	30.59%
600958.SH	东方证券	5.97	41.69	35.72	11.14	44.80	33.66	86.56%	7.47%	-5.75%
000166.SZ	申万宏源	27.78	88.35	60.57	10.76	83.30	72.54	-61.26%	-5.71%	19.77%
600109.SH	国金证券	6.98	12.03	5.06	8.84	15.69	6.85	26.63%	30.39%	35.58%
002926.SZ	华西证券	7.92	16.46	8.54	8.37	17.28	8.90	5.71%	4.99%	4.32%
601990.SH	南京证券	6.76	11.48	4.72	7.46	12.99	5.53	10.36%	13.14%	17.13%
601198.SH	东兴证券	6.85	20.73	13.88	7.38	19.64	12.26	7.76%	-5.25%	-11.68%
601696.SH	中银证券	6.59	10.96	4.37	6.60	11.48	4.88	0.14%	4.74%	11.69%
601108.SH	财通证券	6.30	15.23	8.93	6.33	19.39	13.06	0.51%	27.34%	46.28%
601555.SH	东吴证券	4.68	18.64	13.96	5.27	18.42	13.15	12.55%	-1.19%	-5.80%
600909.SH	华安证券	5.25	11.38	6.12	4.17	11.14	6.97	-20.64%	-2.08%	13.86%
601878.SH	浙商证券	4.04	13.03	9.00	4.11	15.78	11.67	1.96%	21.09%	29.67%
002945.SZ	华林证券	2.47	4.49	2.01	3.14	6.83	3.69	26.80%	52.14%	83.28%
002939.SZ	长城证券	3.31	11.53	8.22	2.79	13.66	10.87	-15.72%	18.51%	32.28%
600369.SH	西南证券	2.52	12.54	10.01	2.40	12.49	10.08	-4.77%	-0.40%	0.69%

002673.SZ	西部证券	2.28	6.24	3.97	2.05	7.59	5.55	-9.95%	21.68%	39.82%
601456.SH	国联证券	2.38	6.56	4.17	1.62	8.50	6.88	-32.19%	29.56%	64.83%
000686.SZ	东北证券	0.94	10.67	9.72	1.38	12.22	10.83	46.98%	14.55%	11.41%
002797.SZ	第一创业	0.98	5.57	4.60	1.32	6.71	5.39	35.41%	20.43%	17.25%
601099.SH	太平洋	-0.10	3.62	3.72	1.10	1.27	0.17	-1216.17%	-65.01%	-95.42%
601375.SH	中原证券	0.57	7.03	6.46	1.05	7.69	6.64	85.25%	9.38%	2.73%
600906.SH	财达证券	0.89	6.24	5.35	0.45	5.62	5.16	-48.92%	-9.94%	-3.45%
000750.SZ	国海证券	3.45	11.87	8.42	0.12	9.34	9.21	-96.51%	-21.33%	9.45%
601236.SH	红塔证券	-2.05	5.62	7.67	-0.02	4.95	4.97	-99.11%	-11.91%	-35.17%
002500.SZ	山西证券	0.27	7.79	7.52	-0.46	9.10	9.56	-270.61%	16.81%	27.07%
601162.SH	天风证券	-2.62	9.37	11.99	-4.92	10.01	14.93	88.11%	6.86%	24.60%
601995.SH	中金公司	-7.94	40.19	48.13	-7.61	52.92	60.53	-4.13%	31.67%	25.77%

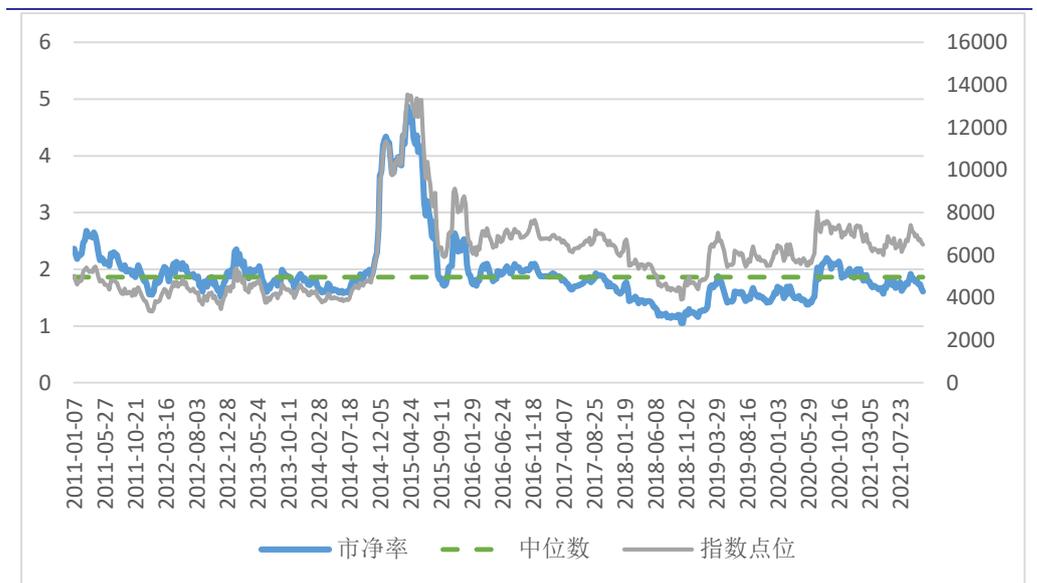
数据来源：Wind，华福证券研究所

### 三、 投资建议

虽然受去年同期高基数影响，券商板块 Q3 单季度业绩增速有所回落，但整体业绩依旧保持高增态势，但证券板块市场表现则持续背离，截至 11 月 5 日，申万证券 II 估值却已降至 1.61XPB，处于历史 20%分位值附近，较年初的 1.98XPB 回落达 18.69%。

短期看，在市场持续活跃大背景下，后续北交所开市有望带来进一步业绩增量，叠加居民财富配置向权益化转移带来的财富管理和资管管理发展红利，证券板块业绩确定性依旧较强。长期看，证券行业作为资本市场改革的重要枢纽，随着融资端全面注册制的进一步推进，投资端提升交易活跃度和鼓励中长期资金入市等系列政策的落地，券商业绩也有望继续保持高速增长，从而支撑行业估值中枢上移，建议继续重点关注财富管理主线。

图表 33：2011 年以来行业估值走势



数据来源：Wind，华福证券研究所

#### 四、 风险提示

疫情反复对经济影响超预期；资本市场改革进展不达预期；行业竞争加剧，佣金费率大幅下行；市场利率超预期波动；权益市场超预期波动。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn