

财富方兴未艾，机构大有可为

——2022年证券行业投资策略

行业评级：看好

2021年11月25日

分析师 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

分析师 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

联系人 洪希柠
邮箱 hongxining@stocke.com.cn

1、经营展望：ROE有望继续上行

预计证券行业2021年营业收入增速8%，较21Q1-3加速1pct，2022年营收增速稳定于7%；预测2021年利润增速17%，较21Q1-3加速8pct，2022年利润增速回落至10%，但ROE仍可继续回升0.2pct至7.4%。

- 经纪业务：预计2022年行业佣金率进一步小幅下滑，日均股基成交额保持在万亿级别；
- 投行业务：预计2022年承销规模小幅增长，承销费率保持不变；
- 资管业务：预计2022年证券资管规模有望企稳回升，资管费率略有提高；
- 信用业务：预计2022年行业两融余额维持高位，两融利率略微下滑。

2、行业策略：看好板块估值修复

- **当前券商板块具备行情启动的条件。**预计2022年货币政策基调总体偏宽松，券商ROE继续上行，行业政策偏积极。当前券商板块PB估值仅1.7倍，位于十年33%分位，估值修复空间充足。
- **资本市场改革有望催化券商股行情。**中长期来看，我们认为资本市场改革持续推进使证券行业维持较高的景气度，券商财富管理和机构业务加速发展带来ROE的稳步提升，维持行业“看好”评级。

3、个股推荐：财富+机构双主线

- **选股主线一：财富管理方兴未艾。**①从需求侧来看，房地产投资属性弱化、银行理财产品收益率下行推动居民财富向权益市场转移；②从供给侧来看，证券行业投顾人员持续增长、投顾产品日益丰富。券商能够通过代销、投顾、资管等业务分享财富管理市场发展的红利。**推荐代销渠道具备优势的东方财富和参控股优质头部公募基金的广发证券。**
- **选股主线二：机构业务大有可为。**为机构客户提供全链条服务能够获得更稳定、多元的收入，2020年高盛、摩根士丹利的机构业务收入占总营收的比重在50%以上。我国证券行业机构业务大有可为，机构化程度高的券商有望胜出。**推荐机构化程度较高的低估值龙头华泰证券、中信证券。**

风险提示：宏观经济大幅下行；交投活跃度大幅下降；资本市场改革不及预期。

目录

CONTENTS

01

回顾全年

行情复盘|业绩表现|业务条线

02

经营展望

业绩预测|财富管理|机构业务

03

投资建议

行业策略|个股推荐

01

回顾全年

行情复盘

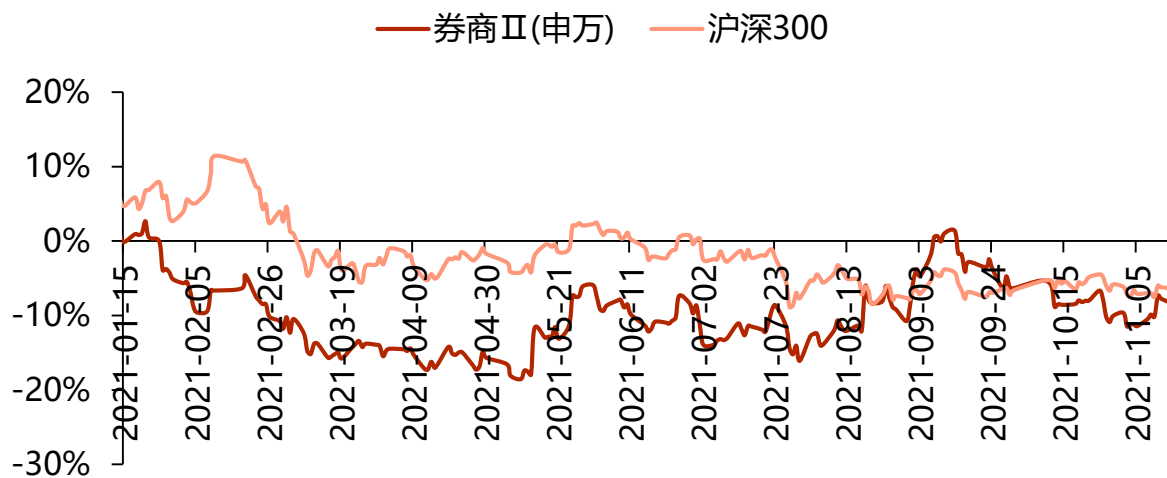
业绩表现

业务条线

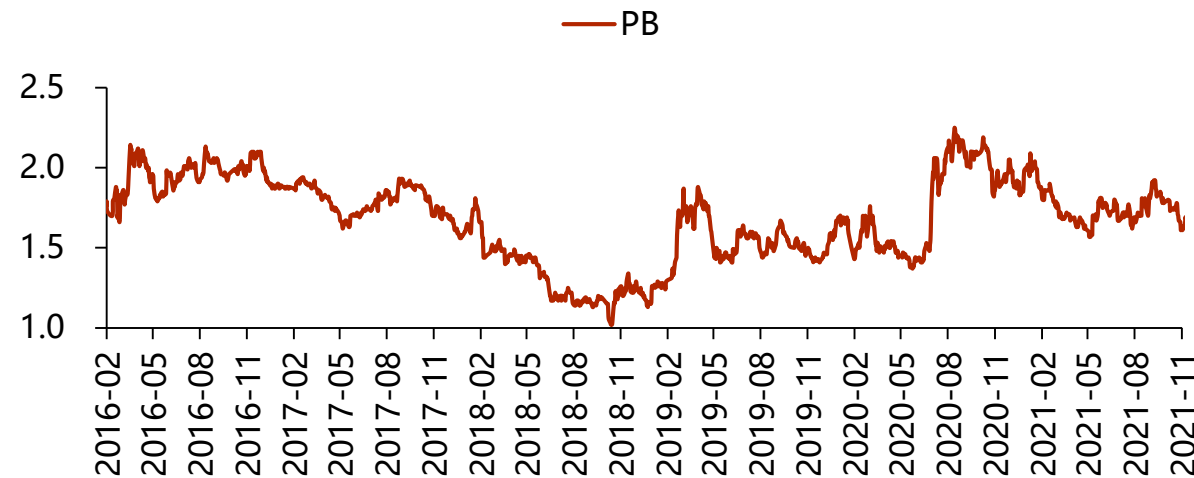
券商板块下跌8%，跑输沪深300指数2pct；领涨个股为次新股及财富管理类券商；板块估值与业绩背离，存在估值修复空间。

- **板块行情：**截至2021年11月23日，券商板块年初至今下跌8%，沪深300下跌6%，券商板块跑输沪深300指数2pct。其中5月和8月券商板块相对沪深300获得超额收益8pct和9pct，主要是因为财富管理的长期空间受到认可。
- **领涨个股：**涨幅前五分别为财达证券、广发证券、东方财富、东方证券、兴业证券，涨幅分别为120%/53%/48%/31%/8%。财达证券于2021年5月上市，享受新股估值溢价。东方财富拥有领先的渠道优势，将海量高粘性用户导流至证券、基金代销业务，21Q3末天天基金股票+混合型和非货币型公募基金保有规模市占率环比提高0.43/0.31pct。广发证券、东方证券、兴业证券是持股优质头部公募基金的券商，受益于居民财富向权益市场转移、公募基金规模快速增长。
- **板块估值：**券商板块PB估值从年初的2.0倍下降至11月23日的1.7倍，处于10年33%分位。2018年以来行业多项积极改革政策推出、上市券商平均ROE持续提升至21Q1-3的10%（年化值）、上市券商21Q1-3的净利润增速为23%，因此当前板块估值与业绩表现显著背离，存在估值修复空间。

券商板块收益率跑输沪深300



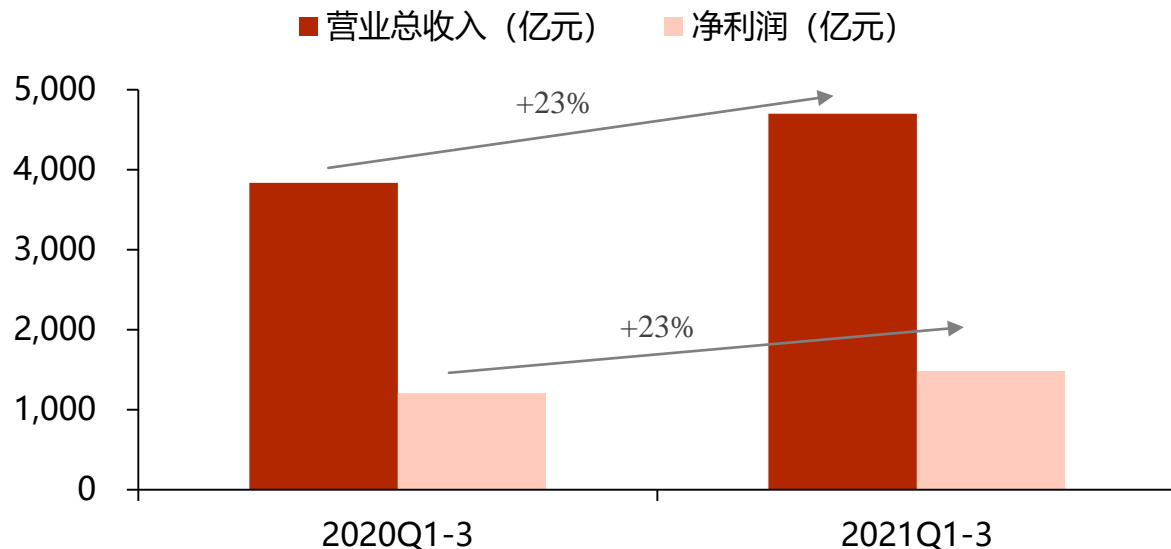
券商板块PB估值处于低位



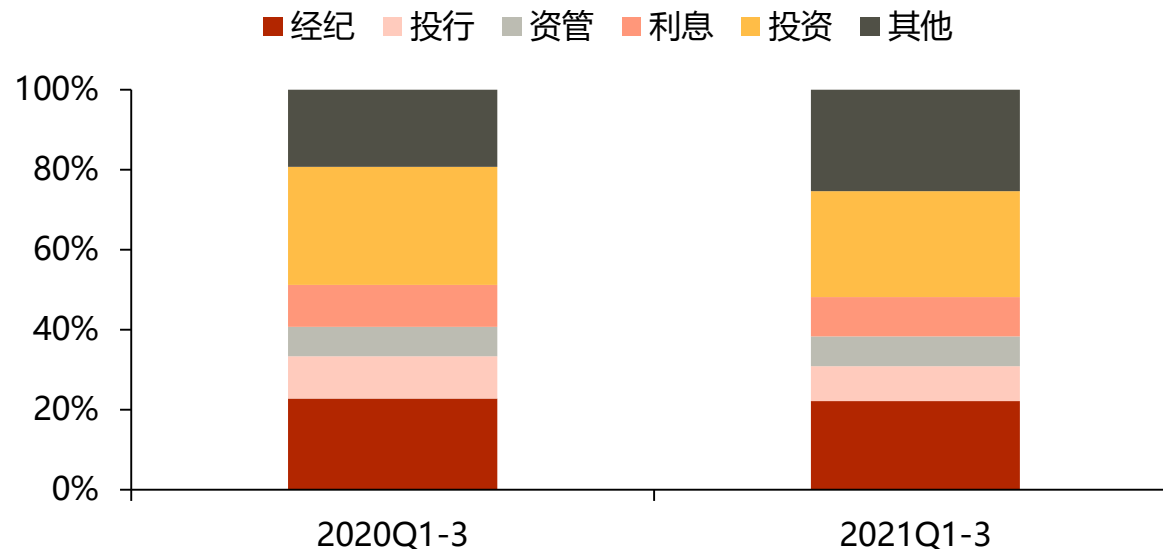
2021Q1-3上市券商营业总收入、归母净利润增速亮眼，收入结构小幅变动，净利润集中度进一步提高。高景气度下ROE持续提升，杠杆倍数继续上行。头部券商用表服务客户的能力更强，ROE和杠杆倍数优于上市券商平均水平。

- **营业总收入**：2021Q1-Q3我们统计的41家上市券商（不包含金控公司和东方财富）合计实现营业总收入4,698亿元，同比增长22.5%。分业务条线来看，经纪、投行、资管、利息、投资收入分别增长19.5%/0.6%/24.6%/15.1%/10.0%，收入增长主要是由经纪、资管、信用业务驱动。从业务结构来看，经纪、投行、资管、利息、投资收入占营业总收入的比重分别为22.1%/8.7%/7.4%/9.9%/26.5%，同比-0.6/-1.9/+0.1/-0.6/-3.0pct。

2021Q1-3上市券商营业总收入、归母净利润高速增长



2021Q1-3上市券商收入结构略微变化



2021Q1-3上市券商营业总收入、归母净利润增速亮眼，收入结构小幅变动，净利润集中度进一步提高。高景气度下ROE持续提升，杠杆倍数继续上行。头部券商用表服务客户的能力更强，ROE和杠杆倍数优于上市券商平均水平。

- **归母净利润**：2021Q1-Q3上市券商合计实现归母净利润1,484亿元，同比增长22.9%，增幅略高于营收。中信、华泰、国君、海通、广发、招商、建投、中金等八家头部券商净利润占上市券商净利润总和的比重为57%，同比提高2pct，头部效应明显。

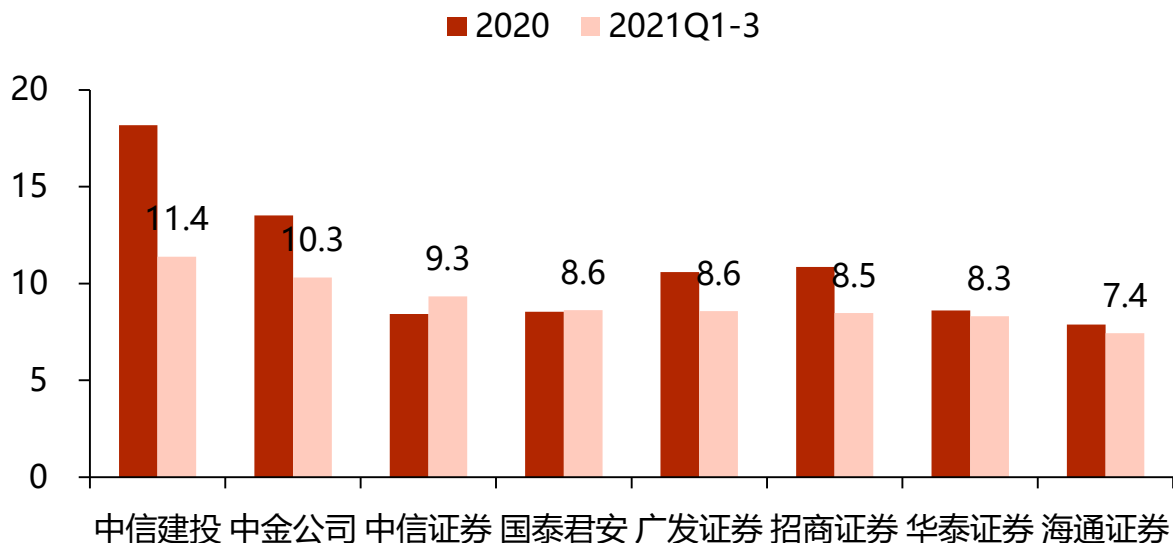
| | 总营收 | YoY | 净利润 | YoY | 经纪 | YoY | 投行 | YoY | 资管 | YoY | 利息 | YoY | 投资 | YoY |
|------|-----|------|-----|------|-----|------|----|------|----|------|----|--------|-----|------|
| 中信证券 | 578 | 38% | 176 | 39% | 109 | 27% | 56 | 26% | 86 | 59% | 44 | 139% | 154 | -3% |
| 海通证券 | 348 | 23% | 118 | 39% | 44 | 15% | 35 | -11% | 25 | 3% | 51 | 43% | 107 | 34% |
| 国泰君安 | 319 | 24% | 116 | 30% | 71 | 9% | 24 | -6% | 14 | 21% | 44 | -3% | 93 | 45% |
| 华泰证券 | 269 | 11% | 110 | 25% | 60 | 23% | 27 | -3% | 23 | -8% | 30 | 67% | 97 | 19% |
| 广发证券 | 269 | 25% | 86 | 6% | 60 | 20% | 3 | -42% | 74 | 56% | 37 | 21% | 51 | -19% |
| 招商证券 | 218 | 22% | 85 | 17% | 60 | 17% | 13 | -11% | 7 | -4% | 15 | -33% | 74 | 50% |
| 国信证券 | 170 | 21% | 78 | 42% | 54 | 9% | 13 | 0% | 2 | -11% | 17 | -33% | 63 | 86% |
| 中金公司 | 217 | 29% | 75 | 52% | 45 | 31% | 41 | 23% | 10 | 65% | -8 | -4% | 116 | 19% |
| 申万宏源 | 249 | 16% | 74 | 13% | 48 | 14% | 12 | 31% | 9 | 4% | 11 | -61% | 73 | 44% |
| 中国银河 | 261 | 44% | 74 | 31% | 67 | 19% | 4 | -36% | 4 | -11% | 41 | 31% | 49 | 27% |
| 中信建投 | 206 | 30% | 73 | -3% | 46 | 30% | 35 | -12% | 7 | 9% | 14 | 34% | 56 | -9% |
| 东方证券 | 188 | 17% | 43 | 42% | 26 | 40% | 12 | 20% | 28 | 57% | 11 | 87% | 23 | -41% |
| 兴业证券 | 139 | 3% | 35 | 16% | 27 | 33% | 10 | -14% | 2 | 45% | 13 | 60% | 19 | -53% |
| 光大证券 | 123 | 15% | 33 | -2% | 34 | 19% | 15 | -14% | 7 | -39% | 19 | 41% | 5 | -68% |
| 中泰证券 | 90 | 20% | 25 | 11% | 32 | 16% | 10 | 34% | 4 | -47% | 13 | -19% | 16 | 31% |
| 长江证券 | 66 | 13% | 22 | 14% | 30 | 28% | 6 | 13% | 2 | -22% | 12 | 29% | 11 | -30% |
| 方正证券 | 65 | 13% | 19 | 30% | 36 | 13% | 3 | -38% | 2 | -10% | 16 | 42% | 5 | 63% |
| 东吴证券 | 64 | 20% | 19 | 28% | 15 | 41% | 7 | -2% | 1 | -5% | 5 | 13% | 18 | 2% |
| 财通证券 | 46 | -1% | 16 | 5% | 10 | 10% | 5 | 14% | 9 | 5% | 6 | 1% | 8 | -38% |
| 浙商证券 | 121 | 70% | 16 | 55% | 16 | 42% | 9 | 29% | 2 | -2% | 4 | 2% | 15 | 32% |
| 国金证券 | 49 | 4% | 15 | -2% | 14 | 16% | 10 | -22% | 1 | -3% | 9 | 27% | 13 | 13% |
| 华西证券 | 40 | 16% | 14 | -6% | 16 | 28% | 4 | 20% | 1 | -27% | 8 | 6% | 10 | 3% |
| 长城证券 | 59 | 21% | 14 | 17% | 9 | 12% | 4 | 53% | 1 | -13% | 3 | -16% | 11 | -4% |
| 国元证券 | 37 | 5% | 13 | 23% | 9 | 13% | 3 | 13% | 4 | 12% | 13 | 17% | 7 | -7% |
| 东北证券 | 51 | 0% | 12 | 25% | 10 | 24% | 3 | 74% | 1 | 28% | 1 | 47% | 14 | -20% |
| 东兴证券 | 38 | -7% | 12 | -7% | 8 | 0% | 7 | -27% | 1 | -48% | 7 | 8% | 6 | -42% |
| 红塔证券 | 55 | 63% | 11 | 14% | 2 | 8% | 1 | -1% | 1 | -10% | -0 | -99% | 17 | -8% |
| 西部证券 | 48 | 31% | 10 | 7% | 9 | 16% | 2 | -31% | 0 | 64% | 2 | -10% | 13 | 2% |
| 华安证券 | 23 | -11% | 10 | -3% | 9 | 14% | 1 | -15% | 3 | 36% | 4 | -21% | 5 | -41% |
| 中银证券 | 26 | 1% | 9 | 11% | 9 | 17% | 2 | -20% | 6 | -8% | 7 | 0% | 2 | -15% |
| 西南证券 | 26 | 9% | 9 | 20% | 6 | 3% | 2 | 9% | 0 | -36% | 2 | -5% | 11 | 29% |
| 南京证券 | 21 | 11% | 9 | 23% | 6 | 9% | 2 | -1% | 0 | -57% | 7 | 10% | 5 | 26% |
| 国海证券 | 39 | 8% | 8 | -15% | 5 | -16% | 2 | -23% | 2 | -31% | 0 | -97% | 15 | 8% |
| 国联证券 | 21 | 50% | 7 | 43% | 5 | 10% | 3 | 62% | 1 | 84% | 2 | -32% | 10 | 108% |
| 天风证券 | 29 | -15% | 6 | -10% | 7 | 25% | 7 | -6% | 5 | -22% | -5 | 88% | 12 | -4% |
| 第一创业 | 24 | 17% | 6 | 12% | 4 | 10% | 2 | -28% | 7 | 33% | 1 | 35% | 8 | 52% |
| 山西证券 | 29 | 7% | 6 | -14% | 5 | 3% | 3 | -35% | 1 | 17% | -0 | -271% | 12 | 0% |
| 财达证券 | 20 | 24% | 5 | 52% | 5 | -7% | 2 | 8% | 0 | 44% | 0 | -49% | 8 | 35% |
| 中原证券 | 35 | 57% | 5 | 473% | 6 | 8% | 4 | 177% | 0 | -6% | 1 | 85% | 8 | 117% |
| 华林证券 | 11 | -8% | 5 | -27% | 4 | 29% | 2 | 77% | 0 | -43% | 3 | 27% | 0 | -93% |
| 太平洋 | 13 | 60% | 3 | 243% | 4 | 2% | 1 | -2% | 1 | -32% | 1 | -1216% | 6 | 241% |

数据来源：Wind，浙商证券研究所。

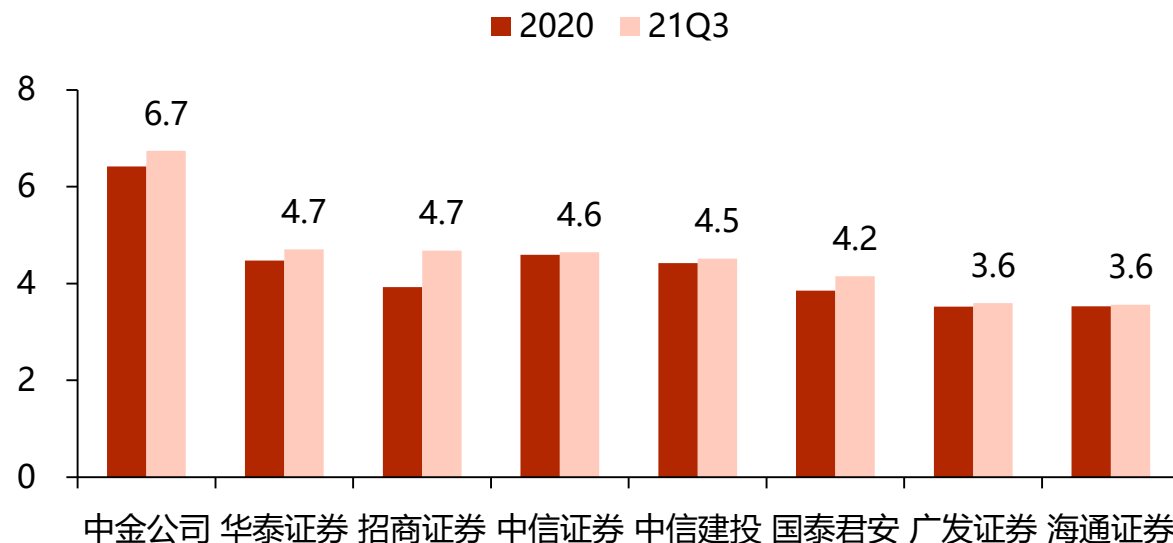
2021Q1-3上市券商营业总收入、归母净利润增速亮眼，收入结构小幅变动，净利润集中度进一步提高。高景气度下ROE持续提升，杠杆倍数继续上行。头部券商用表服务客户的能力更强，ROE和杠杆倍数优于上市券商平均水平。

- **ROE水平：** 券商ROE水平在高景气度下持续提升，2021Q1-Q3上市券商平均ROE（未年化）为7.4%，同比提高0.5pct。头部券商中信建投、中金公司、中信证券等公司ROE水平高于上市券商平均值。
- **杠杆倍数：** 21Q3末上市券商总资产合计10.3万亿元，较年初增长15%；客户资金合计2.1万亿元，较年初增长24%；净资产合计2.1万亿元，较年初增长9%；上市券商平均杠杆倍数为3.9倍，较年初提高0.16倍。头部券商扩表能力更强，中金公司、华泰证券、招商证券、中信证券等公司杠杆倍数远超上市券商平均水平。

头部券商ROE高于上市券商平均水平 (%)



头部券商杠杆倍数高于上市券商平均水平

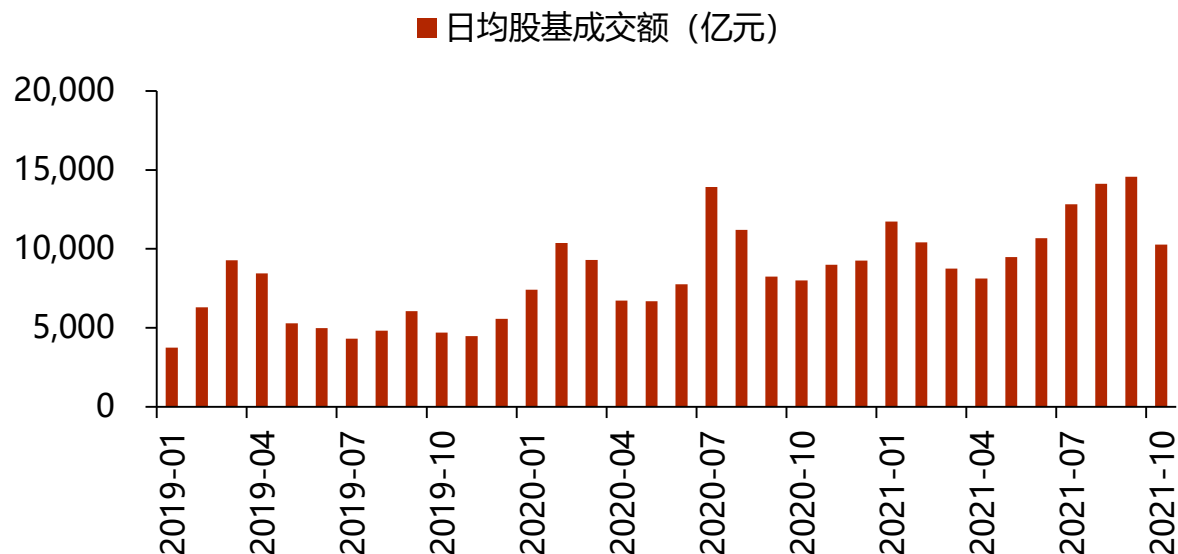


数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：21Q1-3ROE为未年化值。

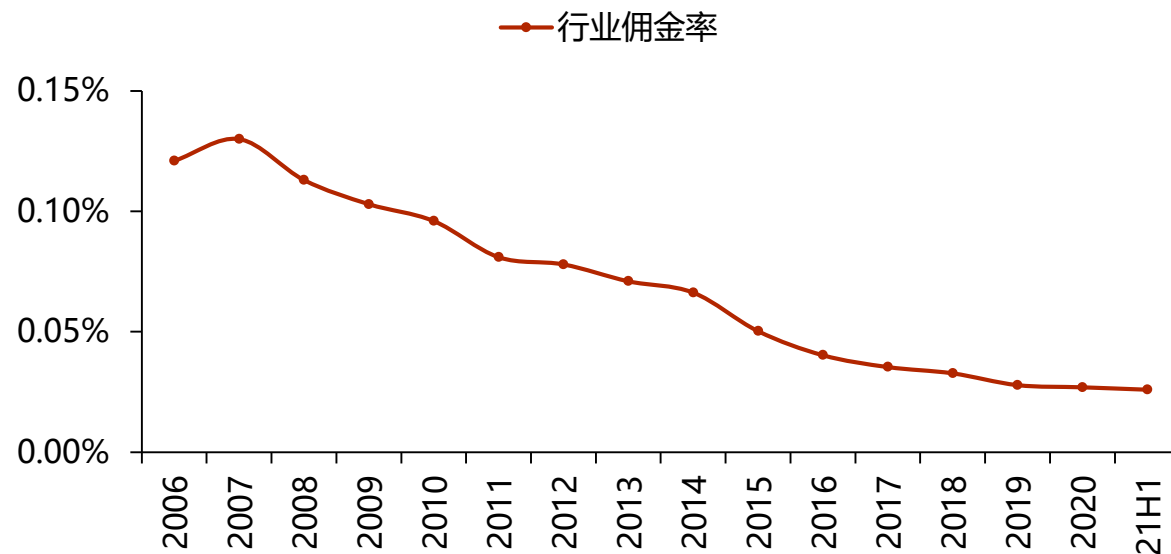
2021Q1-3上市券商经纪业务净收入1,040亿元，同比增长19.3%，主要是因为是在市场交投活跃的情况下股基成交额长期位居高位，财富管理转型加速推进的过程中代销金融产品业务收入保持高增。

- **市场交投活跃**：2021年前10个月月均新增投资者开户数169万人，同比增长14%；2021年前10个月全市场日均股基成交额1.1万亿元，同比增长22%，交投活跃助力经纪业务佣金收入增长。
- **佣金率再下滑**：传统经纪业务竞争仍旧激烈，我们测算21H1行业佣金率为万分之2.6，较2020年下滑万分之0.1，21Q1-3经纪业务手续费及佣金净收入增速低于股基成交额增速，推测佣金率进一步下滑。

2021年全市场日均股基成交额保持高位



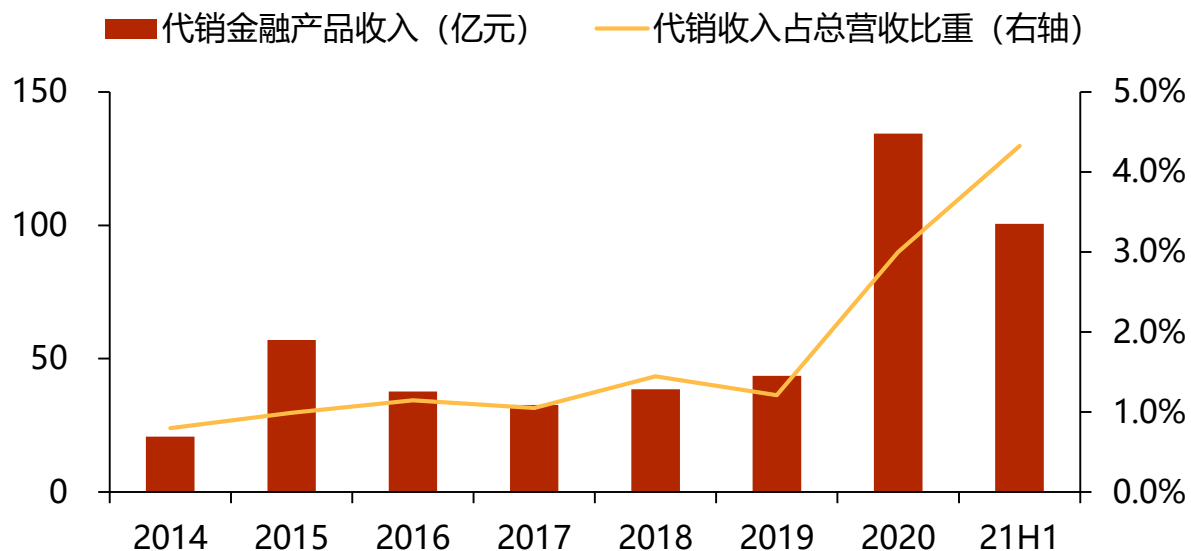
证券行业佣金率持续下滑



2021Q1-3上市券商经纪业务净收入1,040亿元，同比增长19.3%，主要是因为是在市场交投活跃的情况下股基成交额长期位居高位，财富管理转型加速推进的过程中代销金融产品业务收入保持高增。

- **代销基金规模波动：**基金业协会披露的保有规模前100的代销机构中，券商合计股票+混合基金保有规模在21Q2/Q3末分别环比增长21%/-11%，主要是因为统计口径变化及市场震荡；中信证券、华泰证券、广发证券等公司保有量排名证券行业前列。
- **代销收入占比提高：**代销金融产品收入是财富管理转型初级阶段的重要指标，近年来我国证券行业代销金融产品收入占总营收的比重不断提高。21H1证券行业代销金融产品收入100.5亿元，占总营收比达4.3%，财富管理转型成效初显。

证券行业代销金融产品收入占总营收比重不断上升



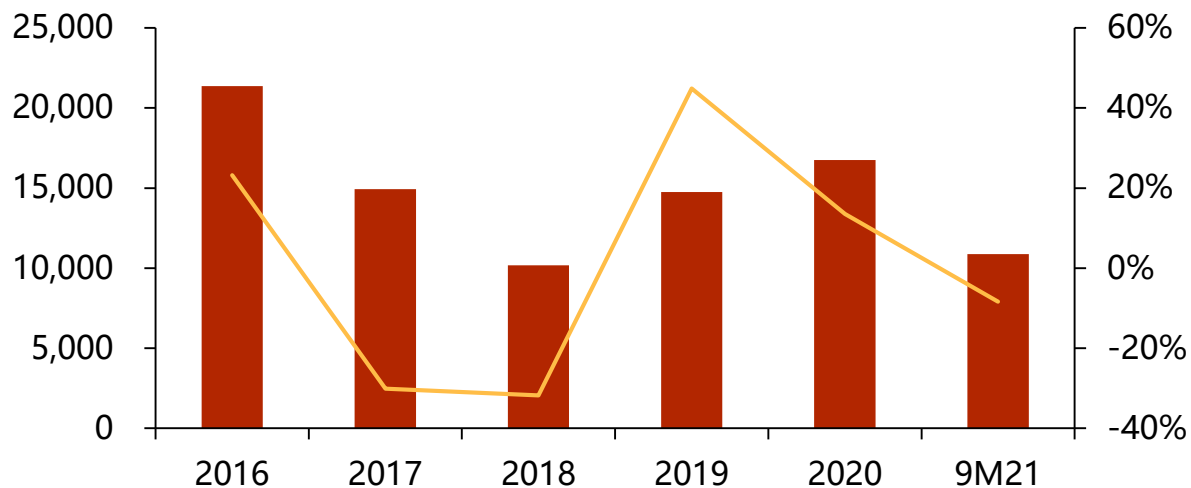
| | 股票+混合公募基金保有规模 (亿元) | 非货币市场公募基金保有规模 (亿元) |
|--------------|-----------------------|-----------------------|
| 中信证券股份有限公司 | 1,095 | 1,135 |
| 华泰证券股份有限公司 | 1,079 | 1,126 |
| 广发证券股份有限公司 | 785 | 841 |
| 中信建投证券股份有限公司 | 543 | 585 |
| 招商证券股份有限公司 | 494 | 534 |
| 东方证券股份有限公司 | 494 | 505 |
| 兴业证券股份有限公司 | 469 | 476 |
| 中国银河证券股份有限公司 | 475 | 485 |
| 国信证券股份有限公司 | 492 | 500 |
| 海通证券股份有限公司 | 372 | 384 |

2021Q1-3上市券商投行业务收入408亿元，同比微增0.6%，增速较21H1放缓，主要是因为21Q3承销规模在高基数下同比下滑。

- **收入小幅增长**：2021Q1-Q3上市券商实现投行业务收入408亿元，同比微增0.6%；21Q3单季度投行业务收入同比下降27%，主要是21Q3承销规模下滑导致。
- **股权承销下滑**：2021Q1-Q3行业股权承销规模（Wind口径）1.1万亿元，同比下滑8%；债券承销规模8.1亿元，同比增长12%。其中Q3股权承销规模同比下滑16%，主要是因为2020年8月创业板注册制正式开启带来的高基数效应。

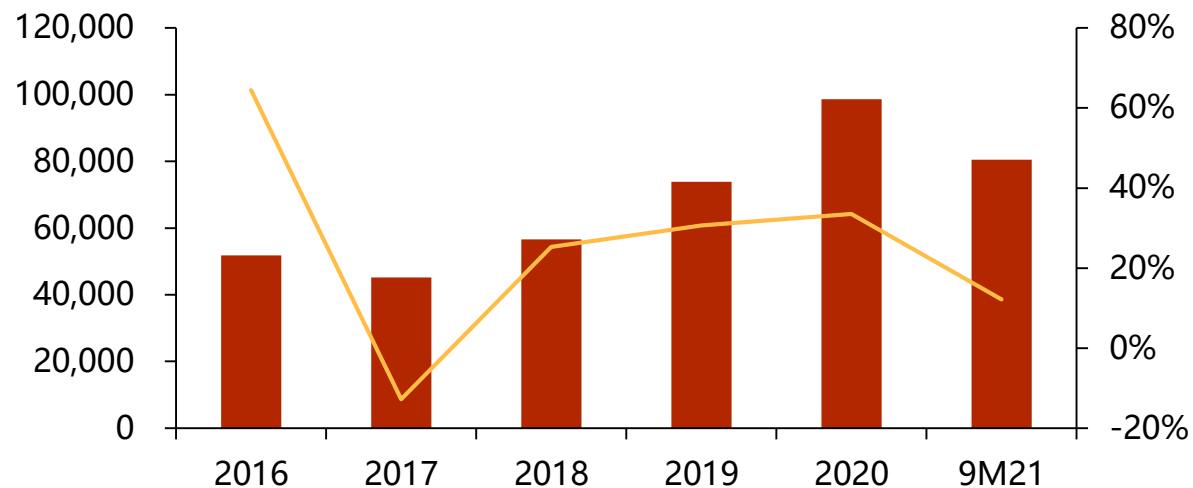
2021Q1-3行业股权承销规模同比下滑8%

■ 股权承销规模（亿元） — 同比增速（右轴）



2021Q1-3行业债权承销规模同比增长12%

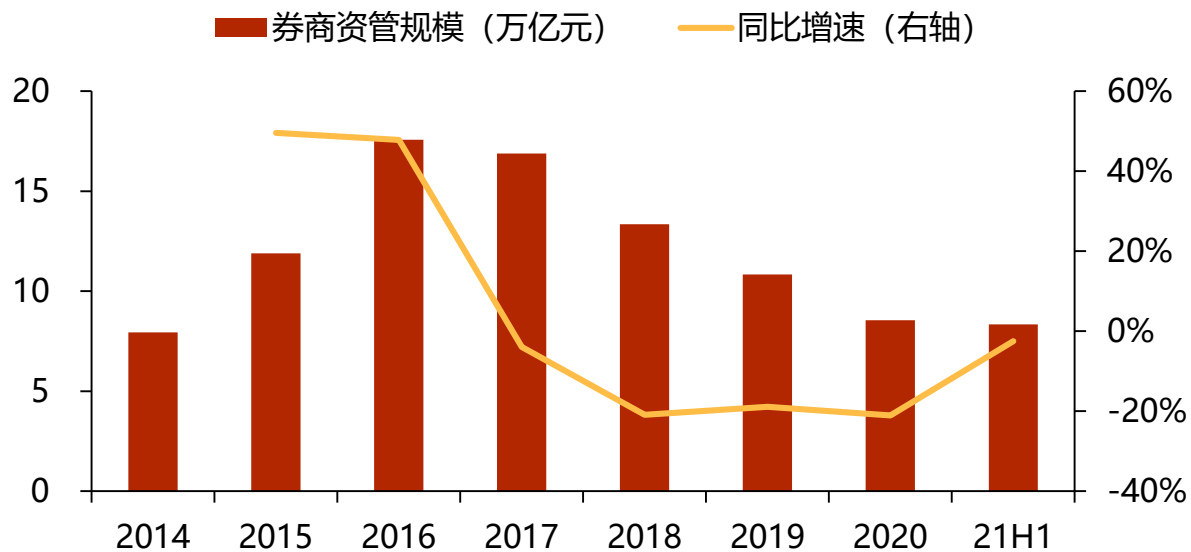
■ 债权承销规模（亿元） — 同比增速（右轴）



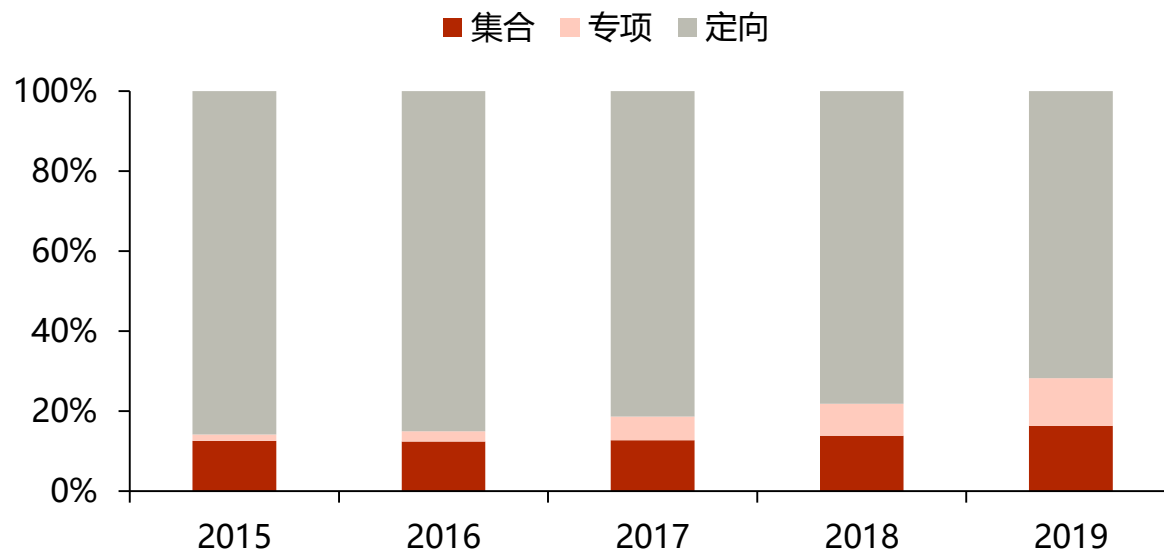
2021Q1-Q3上市券商资管业务净收入350亿元，同比增长24.6%，主要由券商资管收入及基金管理业务收入贡献。券商资管结构持续优化，主动管理能力继续提升，公募基金管理规模不断增长。

- **券商资管规模收缩**：自2017年资管新规出台以来，资管行业消除监管套利、逐步回归主动管理，券商资管行业经历阵痛，整体规模持续下滑，从2016年的17.58万亿下降至21H1的8.34万亿。随着整改不断推进，资管规模降幅逐步缩小，部分头部券商资管规模已经企稳回升。
- **资管结构持续优化**：截至2019年末，证券行业集合资管规模、定向资管规模分别占比16%/72%，较2016年末+4/-13pct，通道业务持续压缩。2021Q1-3多家券商集合资管规模继续提升，定向资管规模持续压缩，结构进一步优化。

券商资管规模不断压缩但降幅缩小



证券行业资管结构持续优化

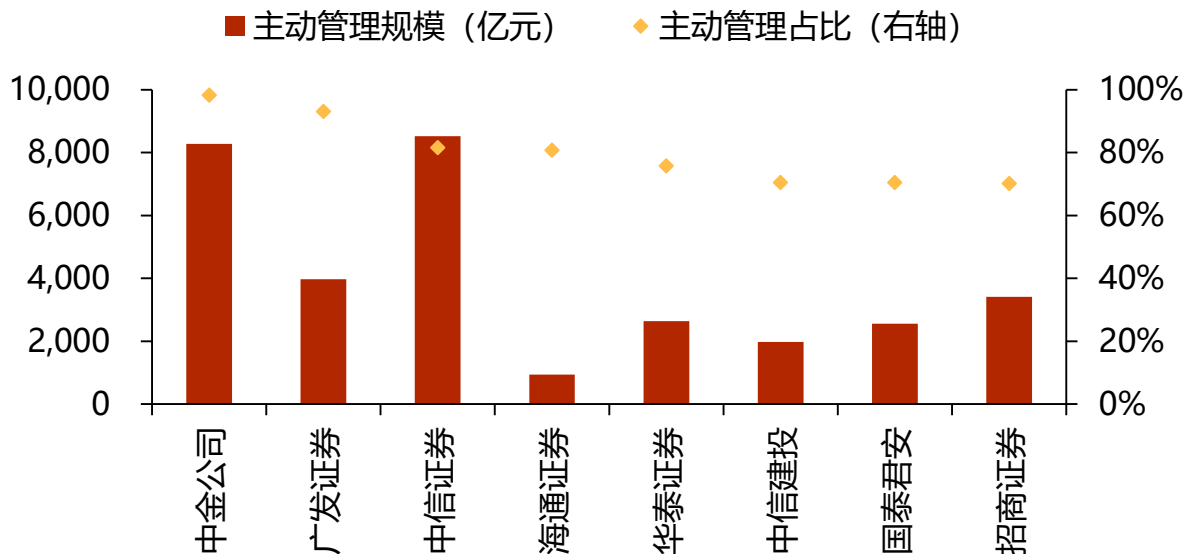


数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：21H1增速为较年初增速。

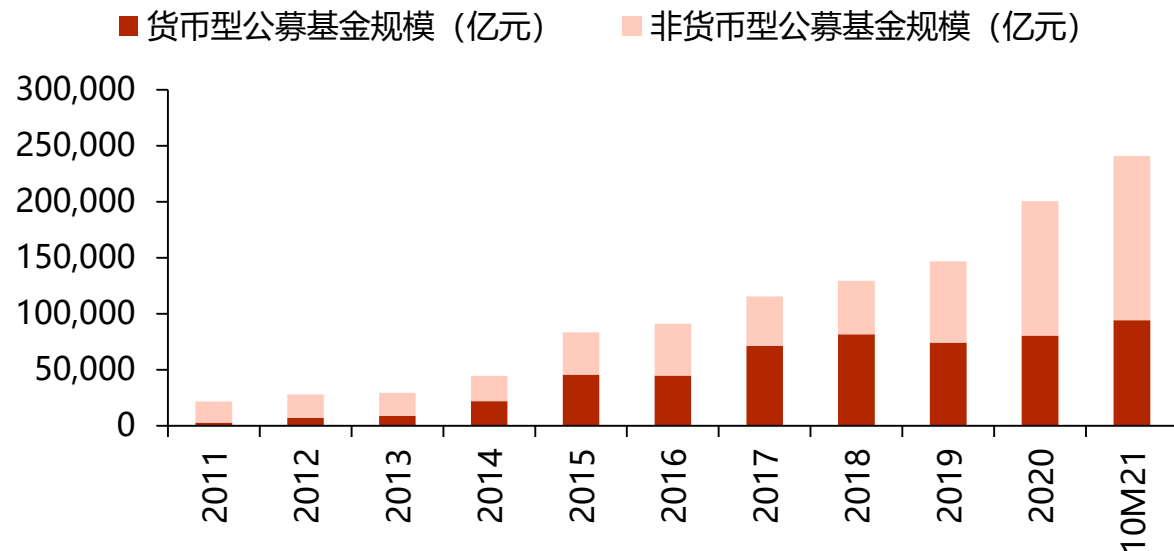
2021Q1-Q3上市券商资管业务净收入350亿元，同比增长24.6%，主要由券商资管收入及基金管理业务收入贡献。券商资管结构持续优化，主动管理能力继续提升，公募基金管理规模不断增长。

- **主动管理能力提升：**头部券商主动管理能力较强，主动管理规模占比提升明显。截至21Q3末，主动管理规模占比前三的券商为中金公司、广发证券、中信证券，占比分别为98%/93%/82%，较年初+7/+15/+17pct。
- **公募基金规模扩大：**截至21Q3末公募基金资产管理规模23.9万亿，较年初增长20%。近年来权益市场行情较好，基民对非货币型基金的青睐度提高，非货币型基金占比从2017年的42%提升至2021年10月末的61%。

头部券商主动管理规模占比较高 (21Q3末)



公募基金资产规模持续扩大

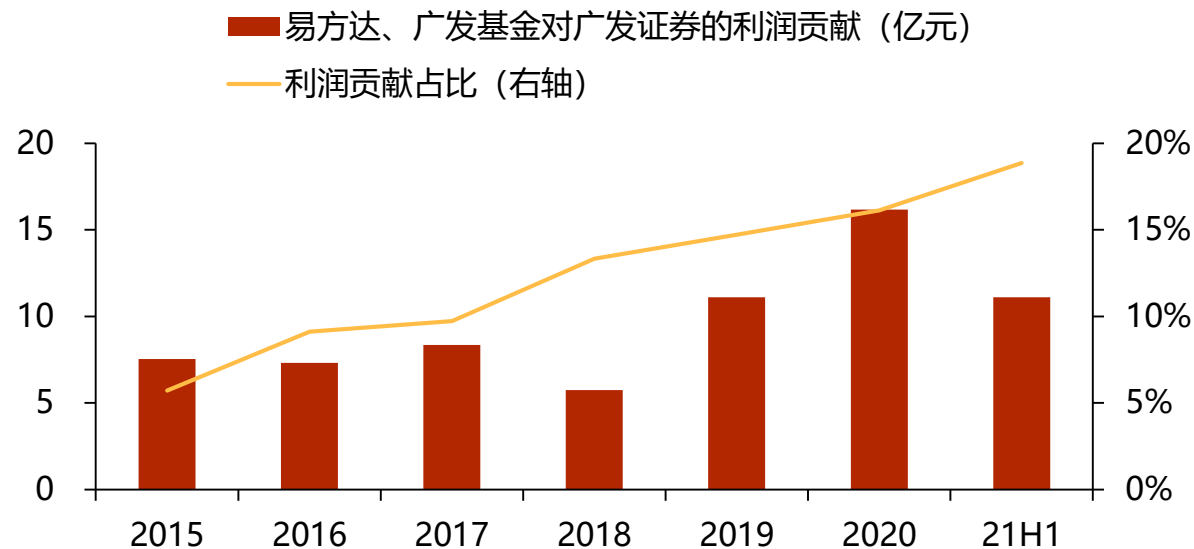


2021Q1-Q3上市券商资管业务净收入350亿元，同比增长24.6%，主要由券商资管收入及基金管理业务收入贡献。券商资管结构持续优化，主动管理能力继续提升，公募基金管理规模不断增长。

- **公募基金利润贡献度：**券商参控股公募基金对净利润的贡献度不断提高，21H1长城证券、第一创业持股的公募基金对券商净利润贡献超40%，易方达、广发基金对广发证券的净利润贡献度从2015年的6%提高至21H1的19%。
- **公募基金集中度较高：**近10年公募基金行业管理规模复合增速为23%，易方达、汇添富、富国基金头部公募基金管理规模复合增速为24%/31%/25%，高于行业水平。截至2021年10月末，基金公司管理规模CR10为42%，行业集中度较高。

| 券商名称 | 公募基金名称 | 参持股比例 | 基金净利润 (亿元) | 券商净利润 (亿元) | 公募基金 对券商净 利润贡献 | 公募基金对券商 净利润贡献合计 |
|------|----------|-------|---------------|---------------|----------------------|--------------------|
| 长城证券 | 景顺长城基金 | 49% | 7 | 8 | 42% | 47% |
| | 长城基金 | 47% | 1 | 8 | 5% | |
| 第一创业 | 银华基金 | 26% | 5 | 4 | 36% | 47% |
| | 创金合信基金 | 51% | 1 | 4 | 11% | |
| 兴业证券 | 兴证全球基金 | 51% | 14 | 24 | 29% | 32% |
| | 南方基金 | 9% | 9 | 24 | 3% | |
| 西南证券 | 银华基金 | 44% | 5 | 7 | 32% | 32% |
| | 汇添富基金 | 35% | 16 | 27 | 21% | |
| 东方证券 | 长城基金 | 18% | 1 | 27 | 1% | 21% |
| | 广发基金 | 55% | 13 | 59 | 12% | |
| 广发证券 | 易方达基金 | 23% | 18 | 59 | 7% | 19% |
| | 银华基金 | 19% | 5 | 7 | 13% | |
| 东北证券 | 东方基金 | 58% | 0 | 7 | 4% | 17% |
| | 国海富兰克林基金 | 51% | 1 | 5 | 15% | |
| 国海证券 | 博时基金 | 49% | 8 | 57 | 7% | 13% |
| | 招商基金 | 45% | 8 | 57 | 6% | |
| 招商证券 | 富国基金 | 28% | 12 | 45 | 8% | 9% |
| | 申万菱信基金 | 67% | 1 | 45 | 1% | |
| 申万宏源 | 华泰柏瑞基金 | 49% | 2 | 78 | 1% | 6% |
| | 南方基金 | 41% | 9 | 78 | 5% | |
| 华泰证券 | 鹏华基金 | 50% | 6 | 48 | 6% | 6% |
| | 华夏基金 | 62% | 10 | 122 | 5% | |
| 国信证券 | 富国基金 | 28% | 12 | 82 | 4% | 5% |
| | 海富通基金 | 51% | 2 | 82 | 1% | |
| 中信证券 | 海富通基金 | 51% | 2 | 82 | 1% | 5% |
| | 万家基金 | 49% | 2 | 17 | 5% | |

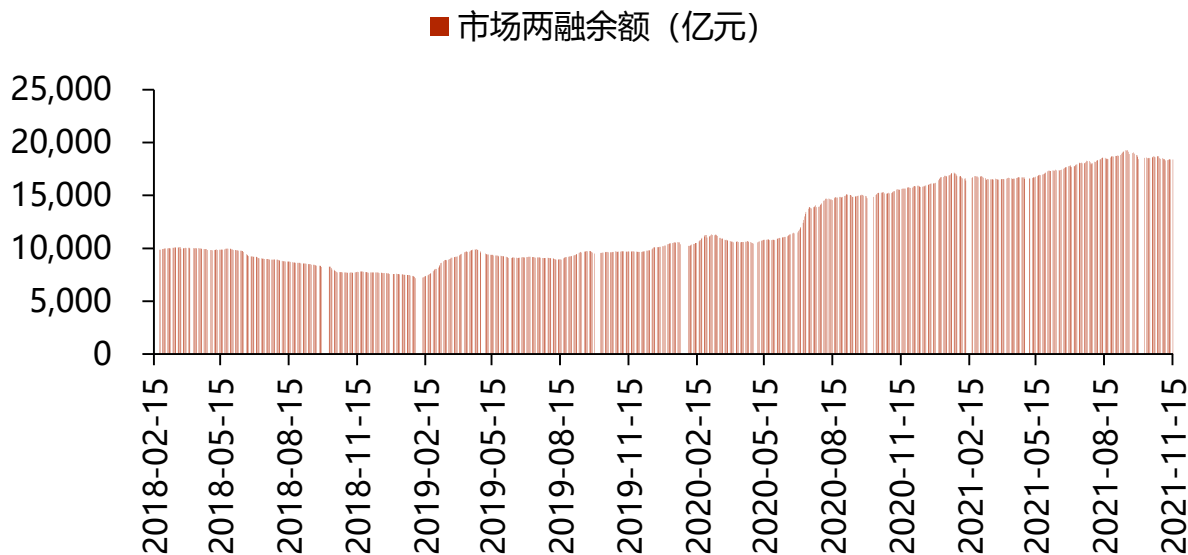
易方达、广发基金对广发证券净利润贡献持续提高



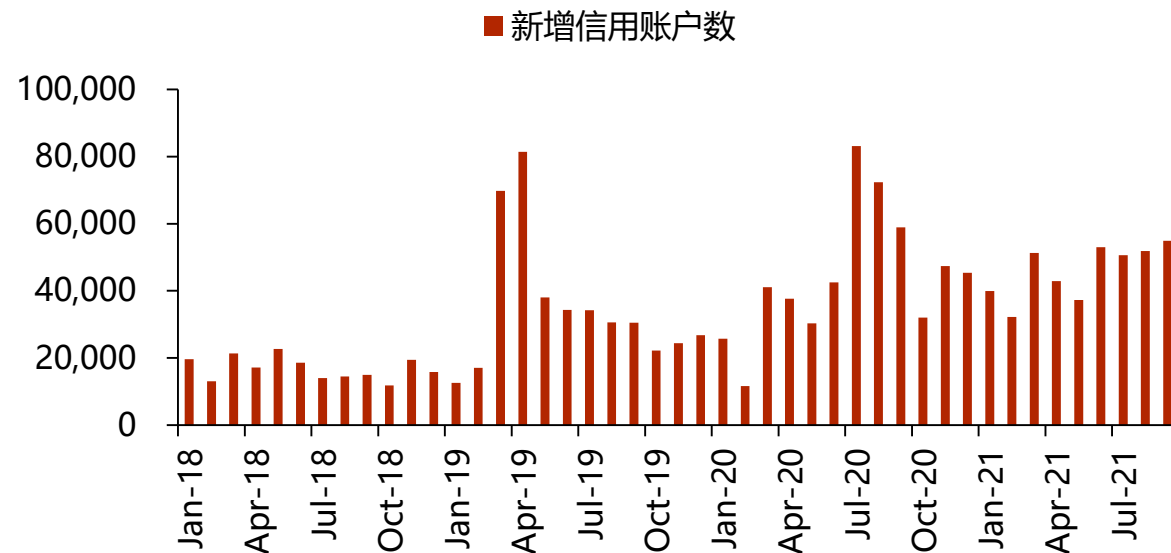
2021年市场两融余额不断攀升，股票质押风险缓释。2021Q1-Q3上市券商利息净收入同比增长15.1%至463亿元。

- **利息收入高增：**21Q1-3上市券商利息净收入463亿，同比增长15.1%，主要受益于两融规模扩张带来的融资融券利息收入增长。
- **两融规模扩张：**2019年以来监管对两融不断释放政策利好、市场交投活跃、新增信用账户数显著增加，市场两融余额不断攀升。截至2021年11月15日，全市场两融余额1.8万亿元，较年初增长12%，两融余额占流通市值比重从2019年初的2.0%提高至2.6%，融券余额占两融余额的占比提升至8%。

2021年市场两融余额持续增长



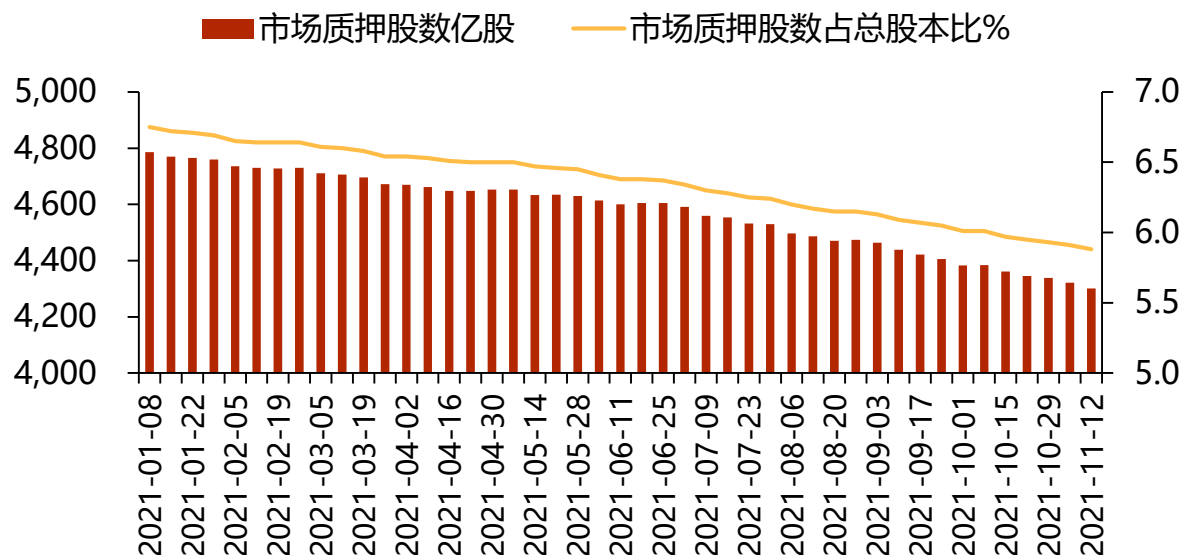
2019年以来新增信用账户数显著增加



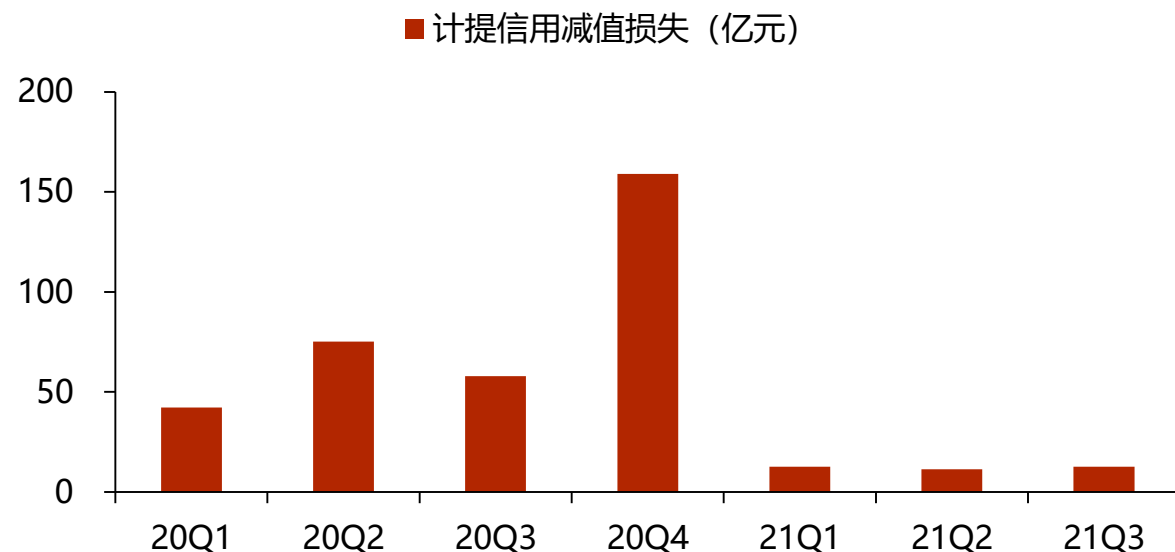
2021年市场两融余额不断攀升，股票质押风险缓释。2021Q1-Q3上市券商利息净收入同比增长15.1%至463亿元。

- **股质规模压降：**2018年以来股票质押规模持续压降，截至2021年11月12日，市场质押股数4,301亿股，较2019年初回落29%，较2021年初下降11%，市场质押股数占总股本5.88%；市场质押市值41,501亿，较年初下降4%。
- **减值计提充分：**股票质押规模继续收缩，21Q3末上市券商买入返售金融资产规模合计4,305亿元，较年初下降10%。券商信用减值损失计提充分，上市券商计提信用减值损失合计值在20Q4达到高点159亿元，21Q3上市券商共计提减值损失13亿元，同比降低78%，风险进一步化解。

2021年市场质押股数和市值双下降



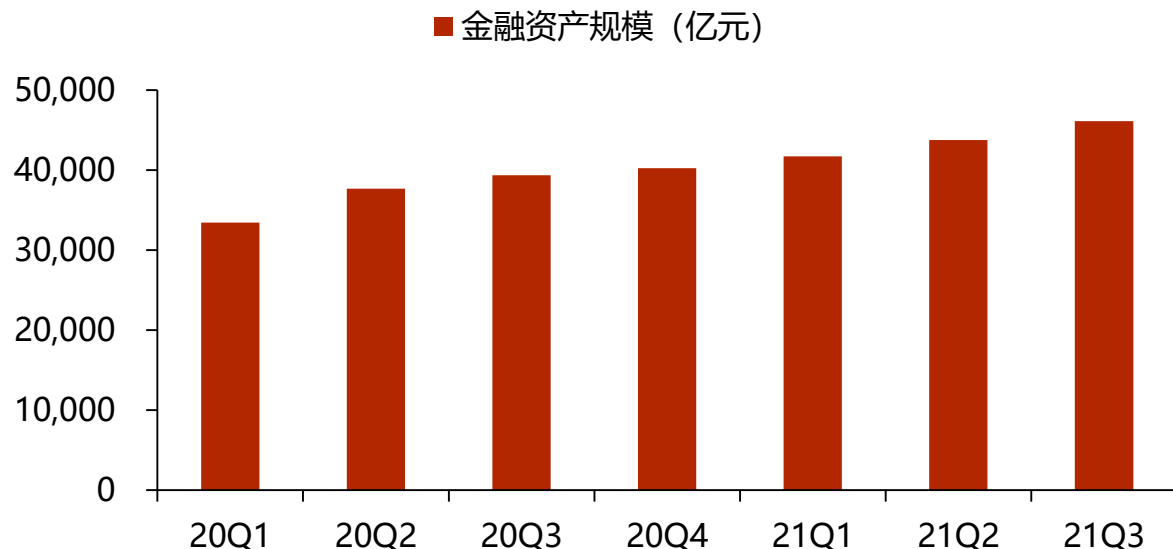
上市券商计提信用减值损失大幅下降



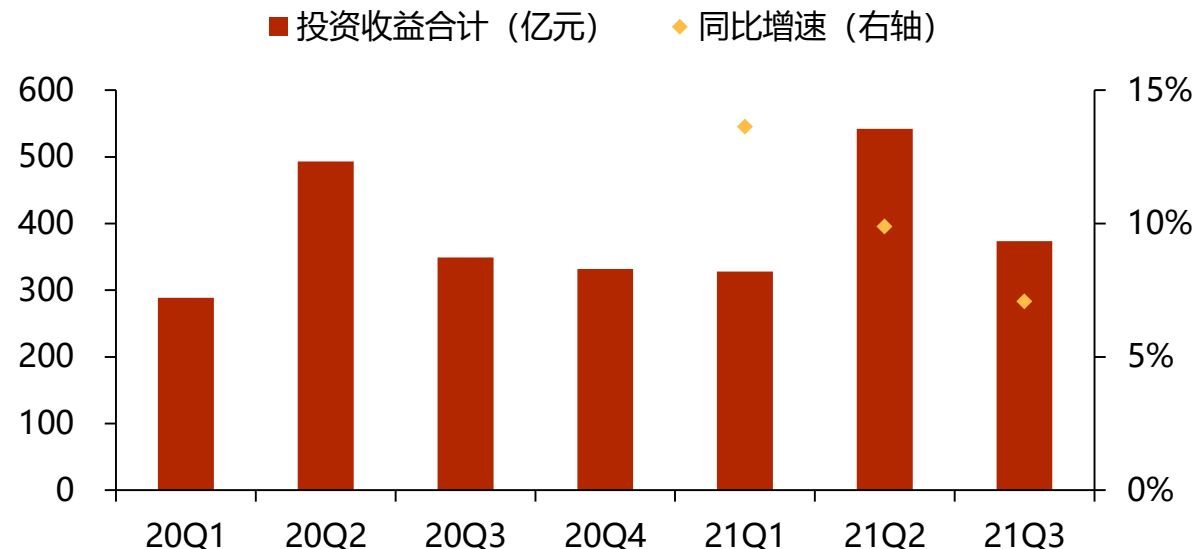
2021Q1-3上市券商投资收益1,244亿元，同比稳健增长10%；2021Q3末上市券商金融资产规模稳步扩张，主要靠交易性金融资产增长拉动。上市券商衍生金融资产扩张速度加快，21Q3末达780亿元，较年初增长52%，占金融资产比重为1.7%。

- **资产规模扩张：**上市券商金融资产规模持续扩张，2021Q3末达到4.6万亿元，较年初增长15%。其中，交易性金融资产增长21%至3.5万亿元，衍生金融资产增长52%至780亿元。
- **投资收益增长：**2021年以来股票市场震荡，截至2021年11月15日，上证综指上涨2%，沪深300下跌6%。2021Q1-Q3上市券商投资收益（剔除对联营及合营企业的投资收益，包括公允价值变动损益）1,244亿元，同比增长10%，投资收益率为2.9%。

上市券商金融资产规模持续扩张



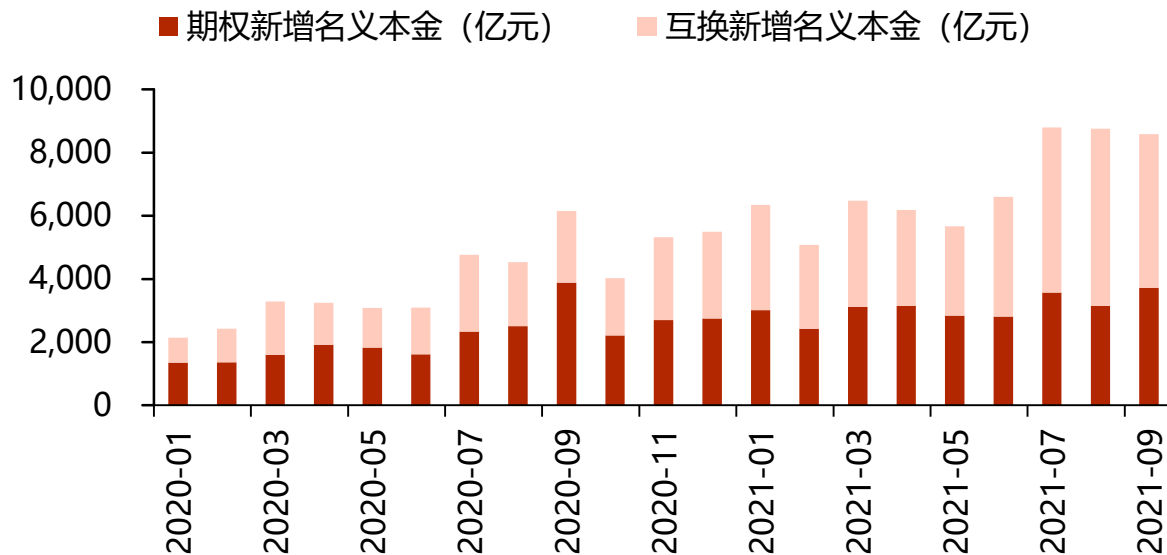
上市券商投资收益稳健增长



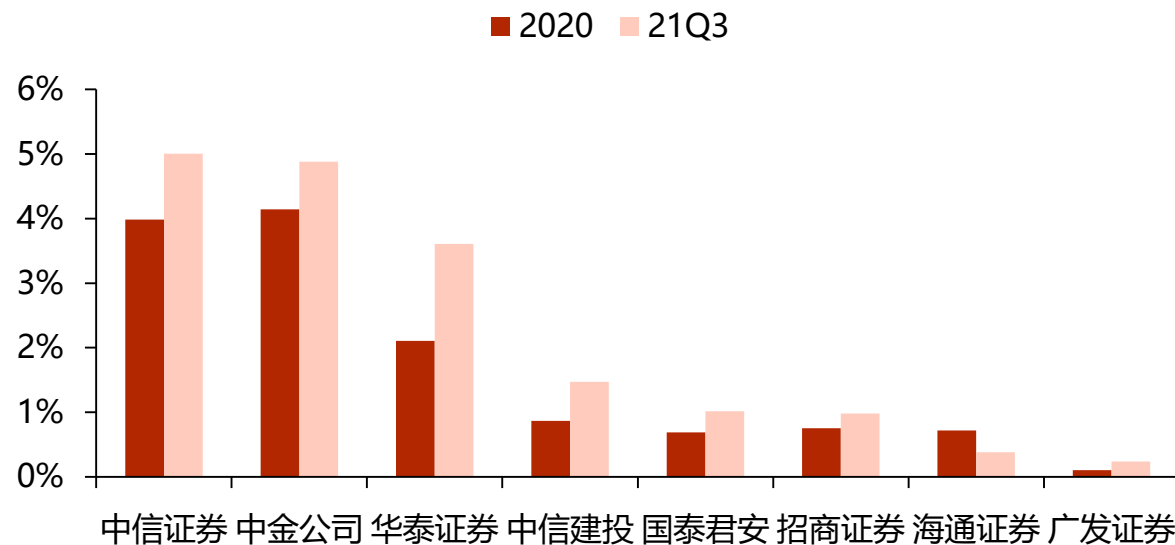
2021Q1-3上市券商投资收益1,244亿元，同比稳健增长10%；2021Q3末上市券商金融资产规模稳步扩张，主要靠交易性金融资产增长拉动。上市券商衍生金融资产扩张速度加快，21Q3末达780亿元，较年初增长52%，占金融资产比重为1.7%。

- 衍生品业务发展迅速：**根据中证协公布的数据，2021年9月新增名义本金8,582亿元，较8月下降2%但仍处于高位，证券公司场外衍生品新增交易CR5占比高达77%，头部效应显著。上市券商衍生金融资产扩张速度加快，21Q3末达780亿元，较年初增长52%，占金融资产比重为1.7%。头部券商扩表能力强，21Q3末中信证券、中金公司、华泰证券等券商衍生金融资产占总金融资产比重为5.0%/4.9%/3.6%，远超上市券商平均水平。

场外衍生品新增名义本金稳步增长



头部券商衍生金融资产占比高于上市券商平均水平



02

经营展望

业绩预测

财富管理

机构业务

- **业绩预测：**我们预计2021和2022年行业营业总收入分别为4,849和5,183亿元（中性假设），同比增长8%/7%；行业净利润分别为1,843和2,021亿元（中性假设），同比增长17%/10%。
- **核心假设：**中性假设下，经纪业务方面预计行业佣金率进一步小幅下滑，日均股基成交额保持在万亿级别；投行业务方面，假设承销规模小幅增长，承销费率保持不变；资管业务方面，假设证券资管规模在2022年将企稳回升，资管费率略有提高；信用业务方面，假设行业两融余额维持高位，两融利率略微下滑。

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E (乐观) | 2022E (中性) | 2022E (悲观) | 核心假设 | 2020 | 2021E | 2022E (乐观) | 2022E (中性) | 2022E (悲观) |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|---------|------------|------------|------------|
| 经纪业务净收入 | 788 | 1,161 | 1,276 | 1,320 | 1,200 | 960 | 市场日均股基成交额(亿) | 9,072 | 10,500 | 11,000 | 10,000 | 8,000 |
| 投行业务净收入 | 483 | 672 | 697 | 859 | 785 | 709 | 行业佣金率 | 0.027% | 0.026% | 0.025% | 0.025% | 0.025% |
| 资管业务净收入 | 275 | 300 | 314 | 353 | 338 | 313 | 行业股权承销额 (亿) | 16,743 | 16,743 | 21,180 | 19,255 | 17,329 |
| 利息净收入 | 464 | 883 | 1,074 | 1,165 | 1,136 | 1,078 | 行业债权承销额 (亿) | 98,662 | 108,528 | 137,288 | 124,807 | 112,326 |
| 投资收益 | 1,222 | 1,245 | 1,245 | 1,837 | 1,460 | 918 | 股权承销费率 | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% |
| 其他收入 | 374 | 224 | 243 | 279 | 264 | 249 | 债权承销费率 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 营业总收入 | 3,605 | 4,485 | 4,849 | 5,812 | 5,183 | 4,227 | 行业资管规模 (万亿) | 8.55 | 8.25 | 8.92 | 8.66 | 8.23 |
| 营业总收入增速 | 35% | 24% | 8% | 20% | 7% | -13% | 市场两融余额 (万亿) | 16,190 | 18,493 | 20,388 | 19,418 | 17,476 |
| 净利润 | 1,231 | 1,575 | 1,843 | 2,325 | 2,021 | 1,606 | 行业平均两融利率 | 6.7% | 6.2% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| 净利润增速 | 85% | 28% | 17% | 26% | 10% | -13% | 净利润率 | 35% | 38% | 40% | 39% | 38% |

数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。

展望未来，财富管理和机构业务有望共同驱动券商业绩增长。

- **财富管理：**

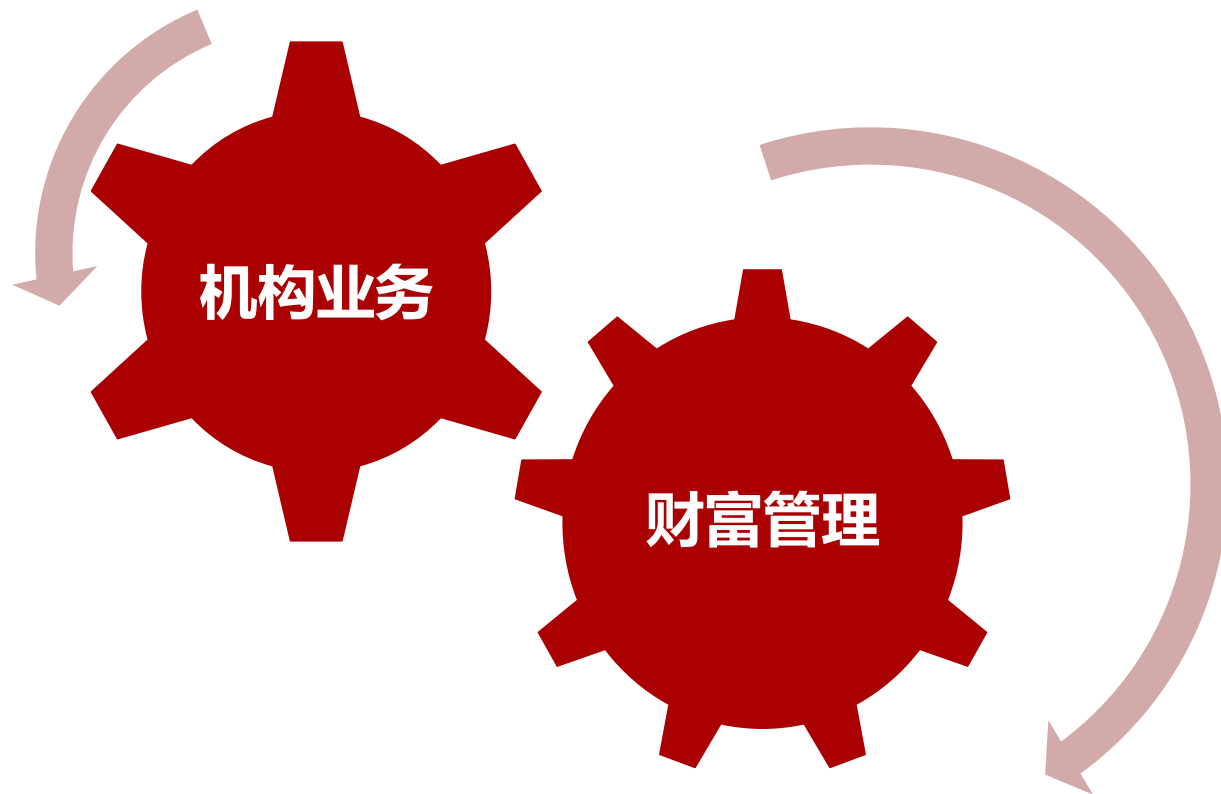
从需求侧来看，我国居民资产配置的需求随着可投资资产的增长而提高，房地产投资属性弱化、银行理财产品收益率下行推动居民财富向权益市场转移。

从供给侧来看，投顾团队不断扩大、投顾产品日益丰富，财富管理加速发展已是大势所趋。

- **机构业务：**

机构客户的需求多样化，涉及到交易、投资、融资、托管、咨询等多个方面，且其需求较零售客户更为稳定，券商为机构客户提供综合服务能够在多业务条线获得收入。

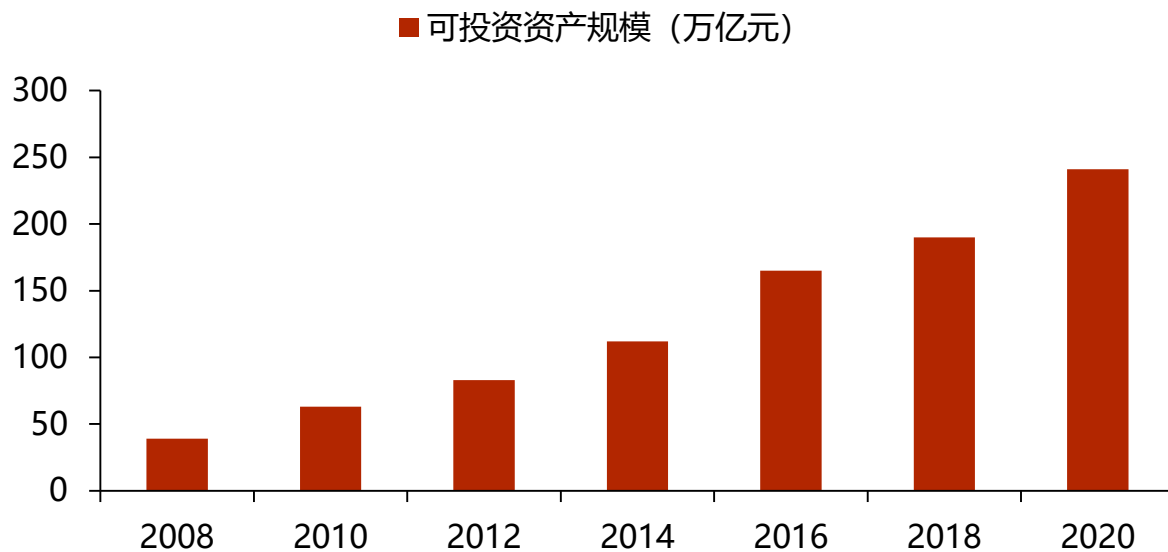
目前机构业务的相关收入已成为国际大投行的主要收入来源，我国券商的机构化趋势也在逐渐加强，比如服务的客户中机构客户占比提高，衍生品等机构业务在快速发展。



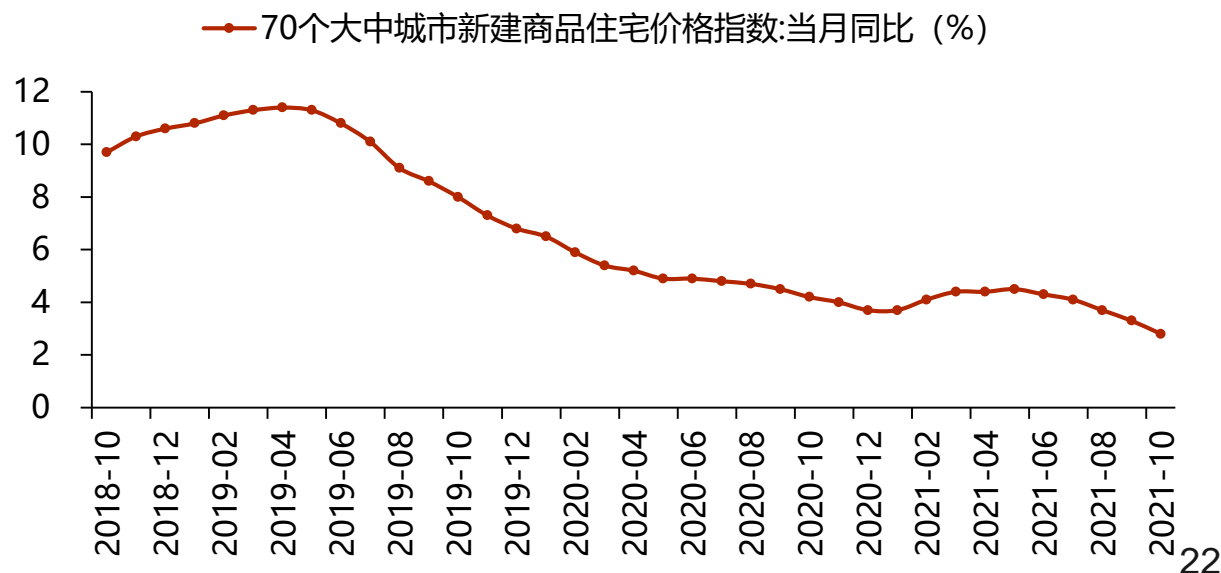
我国居民可投资资产不断增长，近十年复合增速达14%，高于GDP复合增速，居民资产配置需求随着可投资资产的增长而提高。

- 可投资资产不断增长：**随着我国经济发展，居民财富不断积累，可投资资产也随之快速增长。根据招商银行和贝恩咨询发布的《2021中国私人财富报告》，2020年中国个人持有的可投资资产总体规模达241万亿元，2010-2020复合增速14%，高于过去10年GDP复合增速9%。
- 房地产投资属性弱化：**近年来在“房住不炒”的背景下，各项政策从房地产供给和需求两方面着手严控房地产价格。从供给端来看，“三道红线”出台使房企融资受限，土地市场降温。从需求端来看，各地推出限贷、限购、限价相关政策，限制居民炒房。房地产投资属性弱化已成趋势，金融资产的吸引力更加凸显。

我国居民可投资资产规模持续扩大



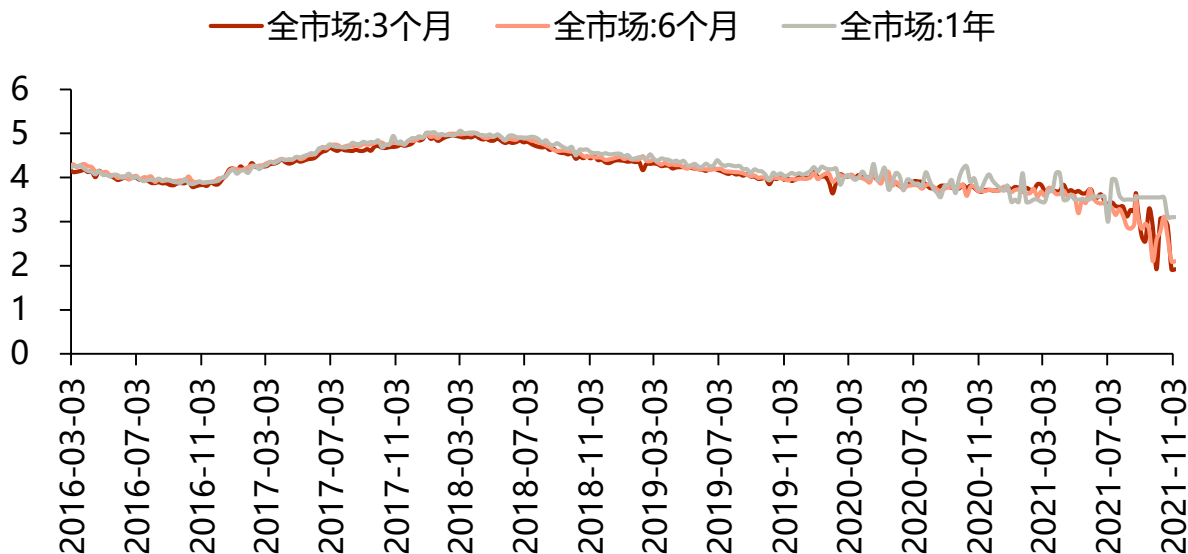
70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速下滑



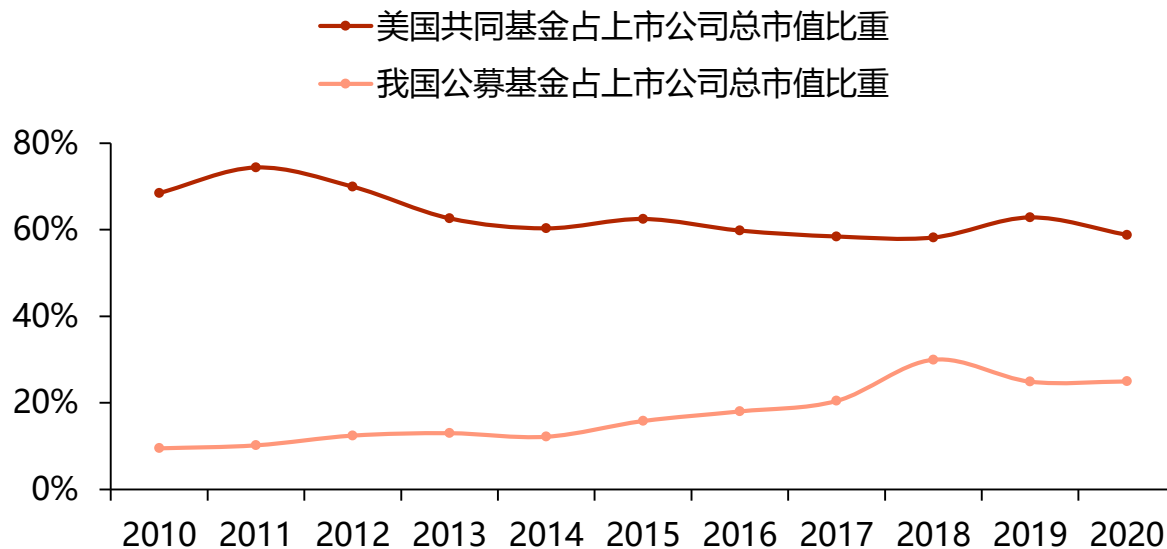
房地产投资属性弱化、银行理财产品收益率下行推动居民财富向权益市场转移，公募基金市场有望持续扩容。

- **银行理财产品收益率下行**：资管新规要求银行产品打破刚兑，净值化转型成为改革方向，银行理财产品收益率持续下行。
- **公募基金成长空间仍广阔**：2020年美国共同基金规模占上市公司总市值比重约60%，而我国公募基金规模占上市公司总市值比重仅25%，还有较大发展空间。1986-2021年美国共同基金规模占上市公司总市值比重从28%提升至50%，考虑到我国居民资金加速进入权益市场的情况，假设我国公募基金规模占上市公司总市值比重提升至50%需要10-14年，上市公司总市值复合增速12%，则我国公募基金规模未来10-14年的复合增速在18%-20%，是黄金十年发展期。

银行理财产品收益率下行 (%)



我国公募基金规模占上市公司总市值比重逐渐提升



获批基金投顾试点资格的机构中券商占据半壁江山，部分券商投顾产品帮助客户提高收益率的成效初显。

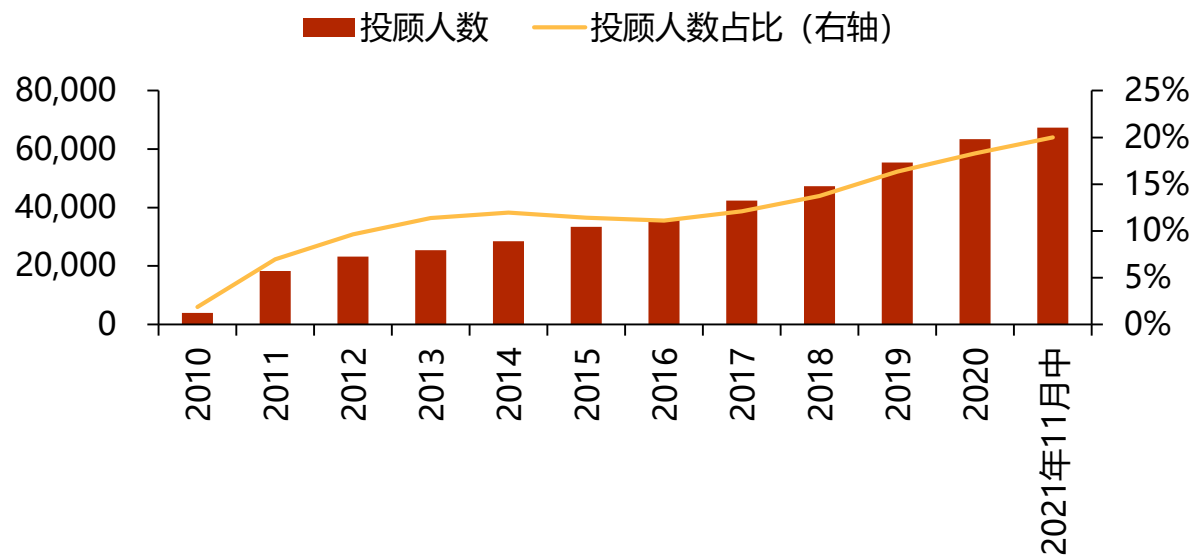
- 投顾试点持续扩容：**2019年10月，第一批基金投顾试点机构获批，截至2021年9月末，已有基金投资顾问编码的机构达57家，其中券商29家，占总数的51%。根据证监会披露，截至2021年7月末，首批试点的18家试点机构合计服务资产逾500亿元，服务投资者约250万户，户均资产约2万元。
- 投顾产品成效初显：**目前已有多家公司上线相关投顾产品并获得部分成效，根据中国证券报和财联社报道，华泰证券的“省心投”客户开通基金投顾服务后平均持有基金时长和数量比开通前提高了14.9%/24.2%，持有期超过3个月的客户约有88%实现盈利，且持有3个月以上的客户平均年化收益率是3个月以下客户平均年化收益率的4倍。截至10月18日，中金财富买方投顾资产保有量突破666亿元（21H1末500亿元），包括“中国50”、“微50”、“A+基金投顾”以及中金环球家族办公室协调设立的家族信托等系列产品，其中“中国50”的客户复购规模达到50%左右，持有6个月以上客户正收益占比超99%。

| 机构名称 | 机构类型 |
|-----------|---|
| 第三方独立销售机构 | 先锋领投、腾安基金、盈米基金 |
| 基金公司 | 易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、鹏华基金、农银汇理 |
| 券商 | 中国银河、中信建投、国泰君安、申万宏源、华泰证券、中金公司、国联证券、中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券、平安证券、光大证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中银证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富、华西证券、华宝证券、财通证券、浙商证券、渤海证券、华创证券 |

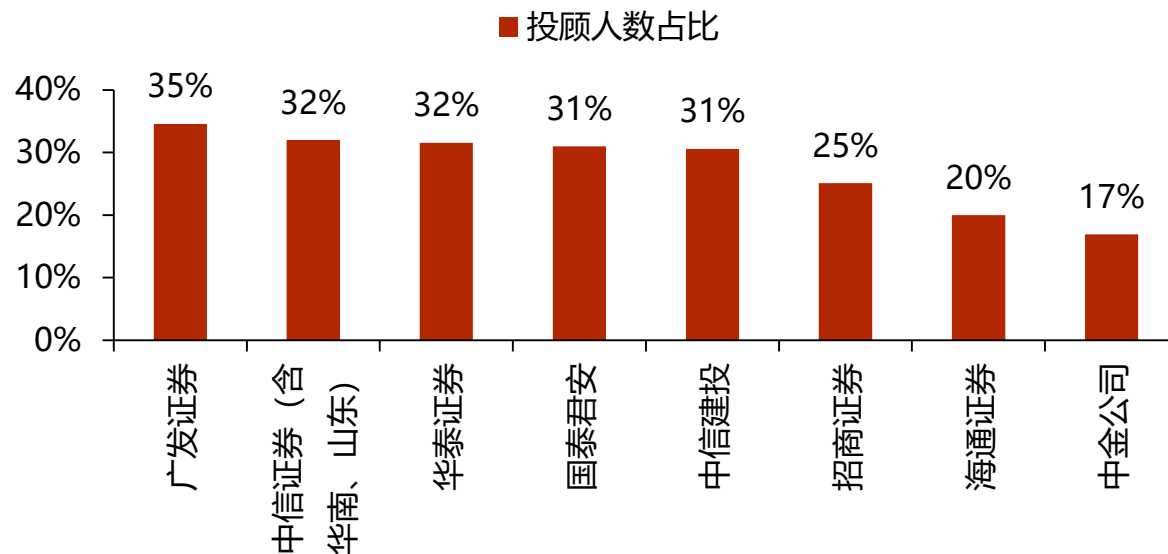
证券行业从业人员中投资顾问人员的占比持续提升，头部券商更是积极加强队伍建设，投顾人员占比远超行业平均水平。

- 投顾人员占比提升：**近几年来证券行业投资顾问人数与占比不断增长，2020年已注册投顾63,409人，占全部从业人员的18%，截至2021年11月15日，已注册投顾人数增长至67,380人，占比提高至20%，广发证券、中信证券、华泰证券等头部券商的头投顾人数占比达30%以上，远超行业平均水平。预计2022年券商将继续加大投顾队伍建设，行业投顾人数占比有望继续提高。

证券行业从业人员中投顾人数占比不断提高



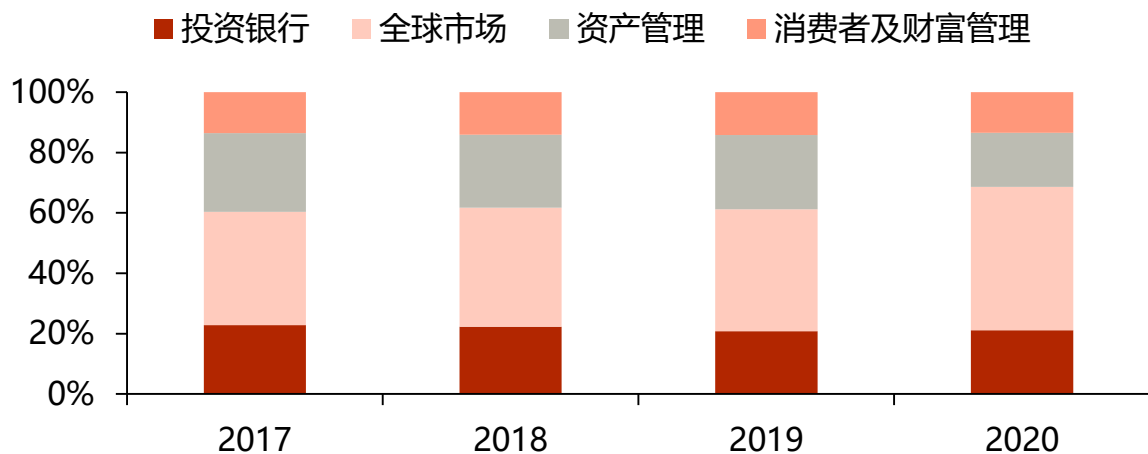
头部券商投顾人数占比高于行业平均水平



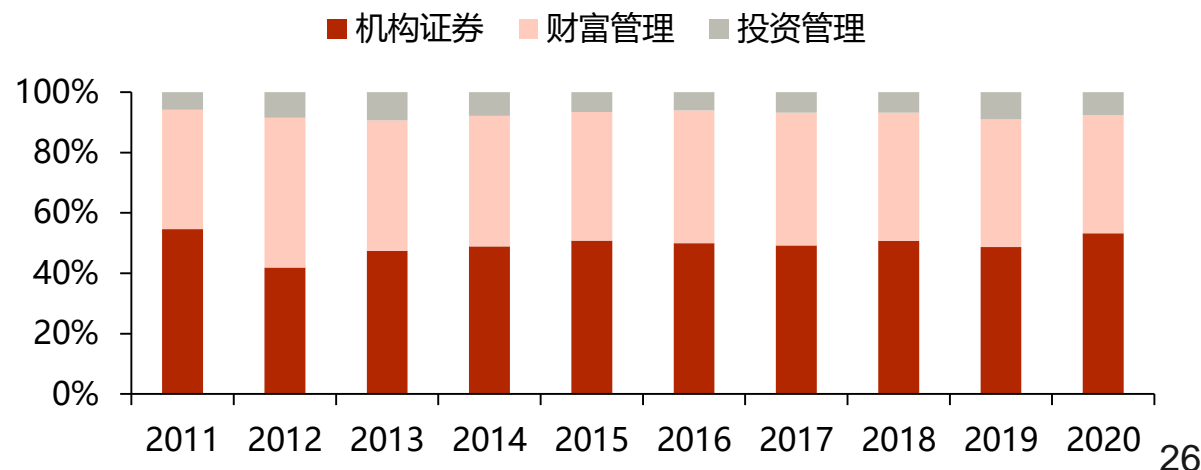
机构客户的需求多样化，涉及到交易、投资、融资、托管、咨询等多个方面，且其需求较零售客户更为稳定，券商为机构客户提供综合服务能够在多业务条线获得收入，目前机构业务的相关收入已成为国际大投行的主要收入来源。

- **成熟市场的国际投行机构化程度高：**高盛的主要业务包括四大板块，分别是为企业客户提供企业融资、收购兼并、财务顾问等服务的投行板块，为机构投资者提供投资建议的资管板块，为机构客户提供交易、融资及风险管理服务的全球市场板块，为个人投资者提供资产规划等服务的消费者及财富管理板块，因此高盛的机构业务收入来源于前三大业务板块，2020年机构业务收入占比约为87%。
- 摩根士丹利的主要业务包括三大板块，分别是为公司、政府、金融机构和高净值客户提供融资、交易、借贷等服务的机构证券板块，为个人投资者及中小企业提供投资咨询等服务的财富管理板块，为机构和个人投资者提供投资策略、产品等服务的投资管理板块，因此摩根士丹利的机构业务收入主要来源于机构证券及投资管理业务，2020年机构业务收入占比约为62%。
- **我国券商的机构化程度在逐渐加强：**我国券商机构客户占比逐渐提高，机构业务迅速发展，从代理买卖证券/融出资金中机构客户的占比、交易单元席位租赁收入的占比、投行业务的制度改革、衍生品成交量增速、衍生品名义本金规模的增速等多项指标可以看出我国机构业务大有可为。

高盛机构业务收入占比较高



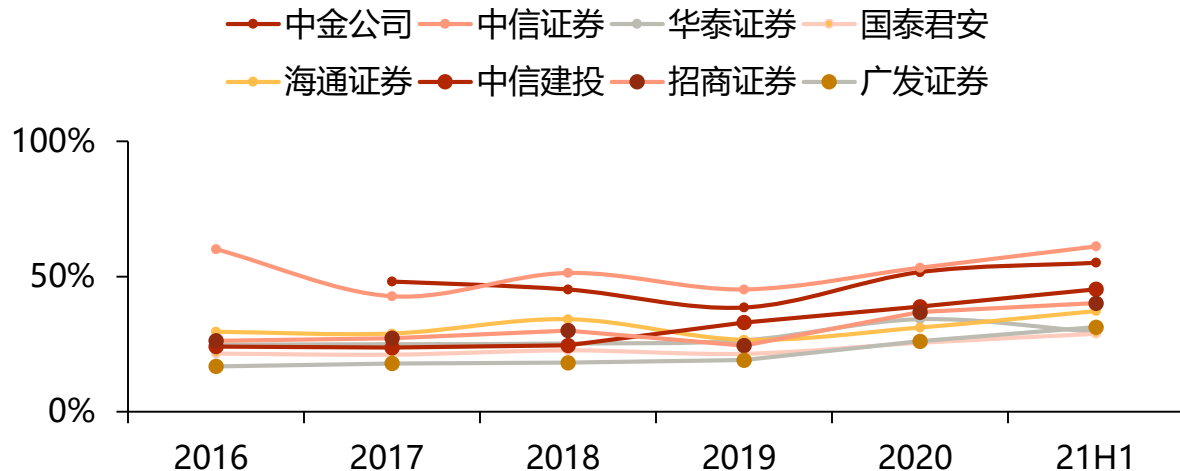
摩根士丹利机构业务收入占比较高



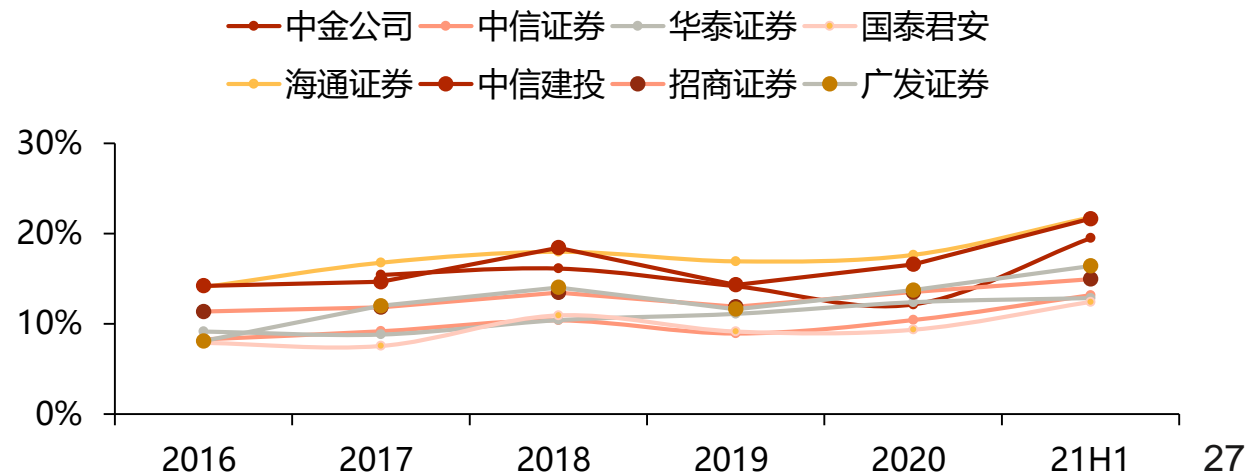
以服务零售客户为主的经纪业务机构化趋势在加强，代理买卖证券款中机构客户的占比在提高，经纪业务净收入中交易单元席位租赁收入占比也提高，头部券商的趋势较为明显。

- **代理买卖证券款机构客户占比提高：**近几年代理买卖证券款中机构客户占比不断提高且仍处于上升趋势，头部券商表现更为明显。中信建投、广发证券、招商证券的占比增速较快，从2016到21H1分别提高了21/15/14pct。截至21H1末，已有两家券商机构客户保证金占比超过一半，包括中信证券的61%和中金公司的55%。机构投资者的交易行为比个人投资者更稳定，机构投资者占比提高能够加强代理买卖证券业务收入的稳定性。
- **交易单元席位租赁收入占比提高：**机构客户租用证券公司交易席位产生的佣金占券商经纪业务净收入的比重在一定程度上能反映机构化程度，但其占比会受到代理买卖证券业务开展情况的影响，如零售客户端较强势的华泰证券，其股基成交额市占率常年保持第一，因此代买收入占比较高，导致席位租赁收入占比低于其他头部券商。但综合多家券商经纪业务净收入的结构来看，交易单元席位租赁收入占比提高的趋势还是较为明显，如海通证券和中信建投的占比从2016到21H1分别提升了8/7pct。

头部券商代理买卖证券款中机构客户占比较高



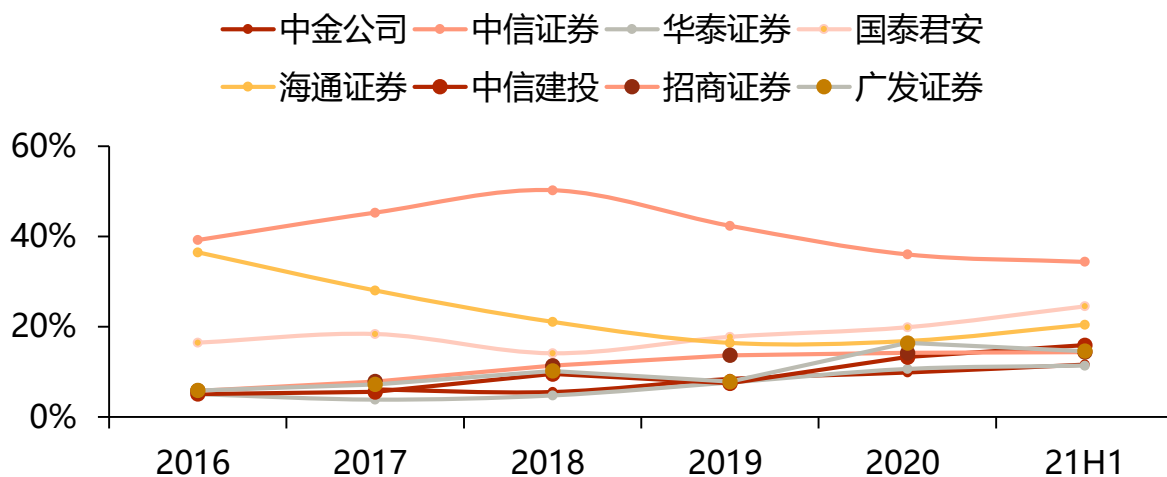
头部券商席位租赁收入在经纪业务净收入中占比较高



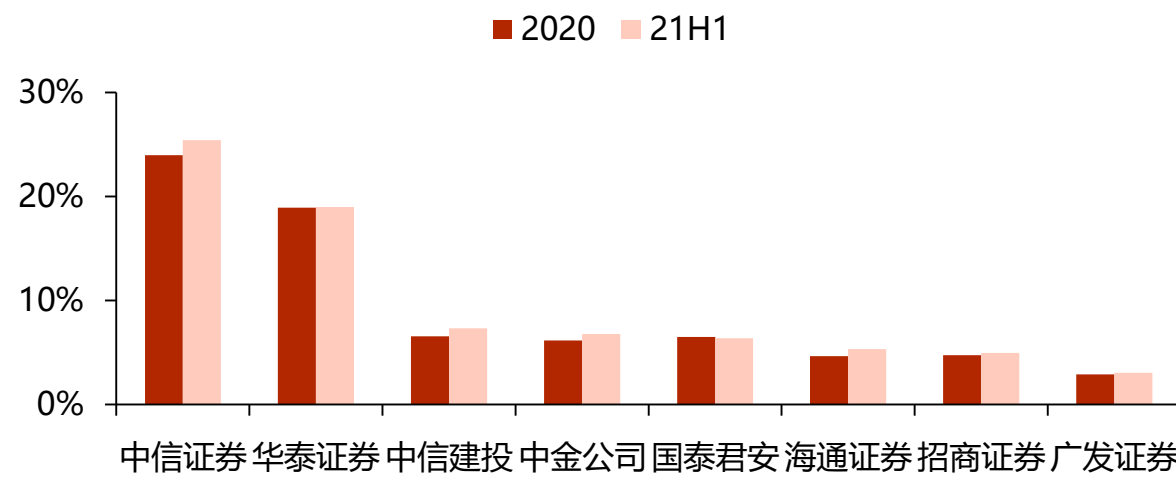
信用业务中，机构客户融出资金占比提高，融券业务扩张较快且集中度高，中信证券、华泰证券融券余额市占率合计接近50%。

- 机构客户融出资金占比提高：**从融出资金结构来看，机构客户占比持续提高。截至21H1末，中信证券融出资金中机构客户占比达34%，远高于其他头部券商。2016-21H1期间，受益于两融业务快速发展，中信建投、广发证券、招商证券、华泰证券等公司机构客户融出资金规模增长了300%以上，占比也分别提升了11/9/9/6pct。
- 融券业务扩张快、集中度高：**机构投资者强烈的需求带动融券规模快速增长，市场融券余额占两融余额比重持续提升，截至2021年11月15日达8%。截至21H1末，中信证券、华泰证券融券余额市占率分别为25%/19%，两家公司几乎占据一半市场份额，融券业务集中度较高。华泰证券的“融券通”平台能够解决融券业务中普遍存在的券源信息不对称问题，高效联通券源供给方和需求，继续抢占新增业务的市场份额。

头部券商融出资金中机构客户占比提高



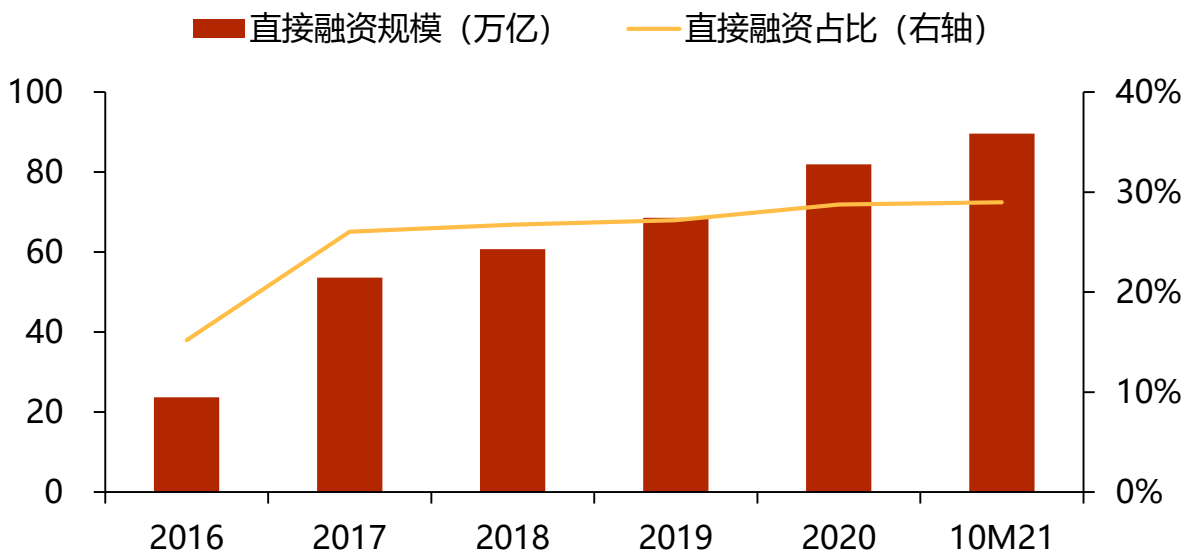
中信证券和华泰证券融券余额市占率占据半壁江山



提高直接融资占比为券商投行业务带来发展机遇，加强中介机构监管促进了我国资本市场及投行业务高质量发展。

- 提高直接融资占比是重任：**目前我国正处于经济新旧动能切换的重要阶段，提升直接融资占比特别是股权融资占比是我国资本市场改革的重任，直接融资占比已经从2016年的15%提升至2021年10月末的29%。近几年，提高直接融资占比仍然多次在重要会议及重要文件中被提及，投行业务将继续受益于直接融资的提高占比以及注册制改革等措施的推进。
- 投行业务注重高质量发展：**2021年以来IPO审查趋严，终止审查数量较多，在IPO现场检查严格要求信息披露质量及中介执业质量的情况下，截至2021年11月12日，主动撤单的公司达119家。此外，2021年9月证监会起草了《关于加强注册制下中介机构投资银行业务廉洁从业监管的意见（征求意见稿）》，意图加强监管、压实中介机构责任，促进资本市场高质量发展。

我国直接融资规模及占比逐年提高



| 时间 | 提及直接融资的文件名称或会议名称 | 主要内容 |
|------------|---|--|
| 2020/5/22 | 政府工作报告 | 改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场。 |
| 2020/10/29 | 十九届五中全会 | 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。 |
| 2020/10/31 | 专题会议 | 在“提高直接融资比重”前，提出“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制”。其中，提高直接融资比重是目标和方向，注册制和退市机制是手段，也是市场的“入口”和“出口”。“入口”“出口”齐发力，提高直接融资比重正在步入纲举目张的新阶段。 |
| 2020/11/25 | 《人民日报》 | 坚持以服务实体经济为方向，对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重。 |
| 2020/12/1 | 《〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉辅导读本》，文章《提高直接融资比重》 | 六大重点任务：全面实行股票发行注册制，拓宽直接融资入口；健全中国特色多层次资本市场体系，增强直接融资包容性；推动上市公司提高质量，夯实直接融资发展基础；深入推进债券市场创新发展，丰富直接融资工具；加快发展私募股权基金，突出创新资本战略作用；大力推动长期资金入市，充沛直接融资源头活水。 |
| 2021/3/12 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》 | 完善资本市场基础制度，健全多层次资本市场体系，大力发展机构投资者，提高直接融资特别是股权融资比重。全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高上市公司质量。深化新三板改革。 |

北交所的设立是我国多层次资本市场建设的重要一环，体现了资本市场改革的决心，也为券商带来更多业务机会。

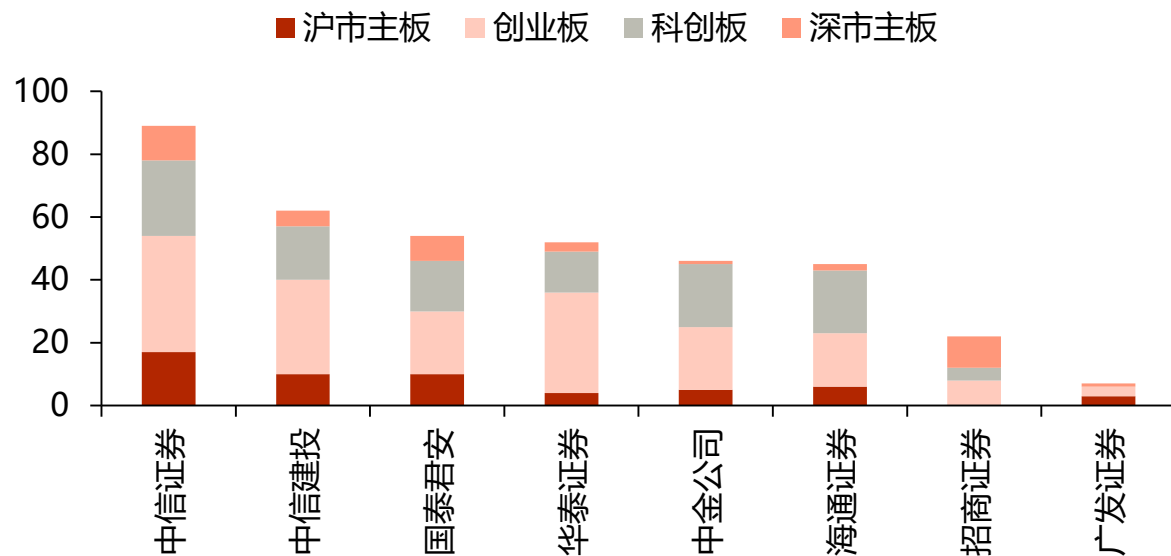
- **加强多层次资本市场体系建设：**2021年9月2日，习近平主席在提出将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。北交所与上交所、深交所进行差异互补，服务不同阶段、不同类型的企业，进一步完善我国多层次资本市场体系的建设，提升直接融资占比，助力经济转型升级。
- **与科创板相比推进节奏更迅速：**2018年11月5日习总书记宣布设立科创板并试点注册制，2019年6月13日科创板正式开板，期间间隔7个月；2020年4月27日中央全面深化改革委员会第十三次会议提出推进创业板改革并试点注册制，2020年8月24日创业板注册制正式实施，间隔缩短至4个月；2021年9月2日习总书记提出设立北交所并试点注册制，北交所于2021年11月15日正式开板，期间间隔仅75天。从科创板到北交所，相关措施推进进程逐步加快，体现了资本市场改革的决心，也给券商投行业务带来更多机会。

| | 主板（上交所、深交所） | 中小板（深交所） | 创业板（深交所） | 科创板（上交所） | 新三板（北交所） |
|-----------|---------------|----------|--|--|---|
| 设立地点 | 上海、深圳 | 深圳 | 深圳 | 上海 | 北京 |
| 设立时间 | 1990年 | 2004年 | 2009年 | 2019年 | 2013年（新三板），2021年（北交所） |
| 发行制度 | 核准制 | | 注册制 | | 挂牌备案制，北交所试点注册制 |
| 定位特点 | 重点服务长三角、粤港澳地区 | | 创业板侧重创业创新成长型企业 | 科创板侧重硬科技公司 | 北交所侧重“更早、更小、更新”的企业，重点服务京津冀地区 |
| 个人投资者准入门槛 | N/A | | 具备两年以上投资经验，且“20个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于人民币10万元 | 具备两年以上投资经验，且“20个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于人民币50万元 | 具备两年以上投资经验，且“20个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于人民币50万元；创新层由150万元降至100万元 |

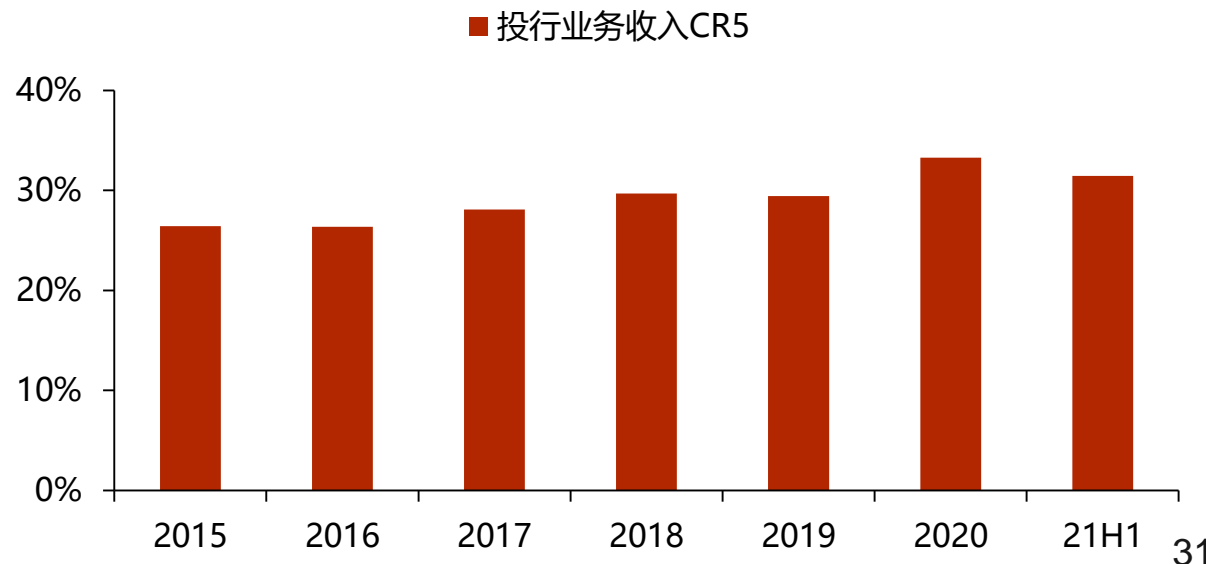
投行业务是把握企业机构客户的重要抓手，注册制改革背景下项目经验丰富、人才储备充足的头部券商更具竞争力。

- 集中度提高：**投行业务作为企业机构客户的一大业务入口极具重要性。注册制的推出对券商的承销能力、定价能力、销售能力提出了更高的要求，项目经验丰富、人才储备充足的头部券商更加受益，投行业务收入集中度从2015年的26%提高至21H1的31%，21Q3末承销规模前5名的券商市占率合计达48%。在注册制改革的不断推进过程中，头部券商将更为受益。
- 项目储备多：**从项目储备数量来看，头部券商占据优势，截至2021年11月15日，中信证券、中信建投项目储备分别为89/62个，排名行业前二。从项目储备结构来看，以科创板和创业板项目为主，中金公司、华泰证券科创板和创业板项目数量占比为87%。

头部券商项目储备丰富



投资银行业务集中度提高

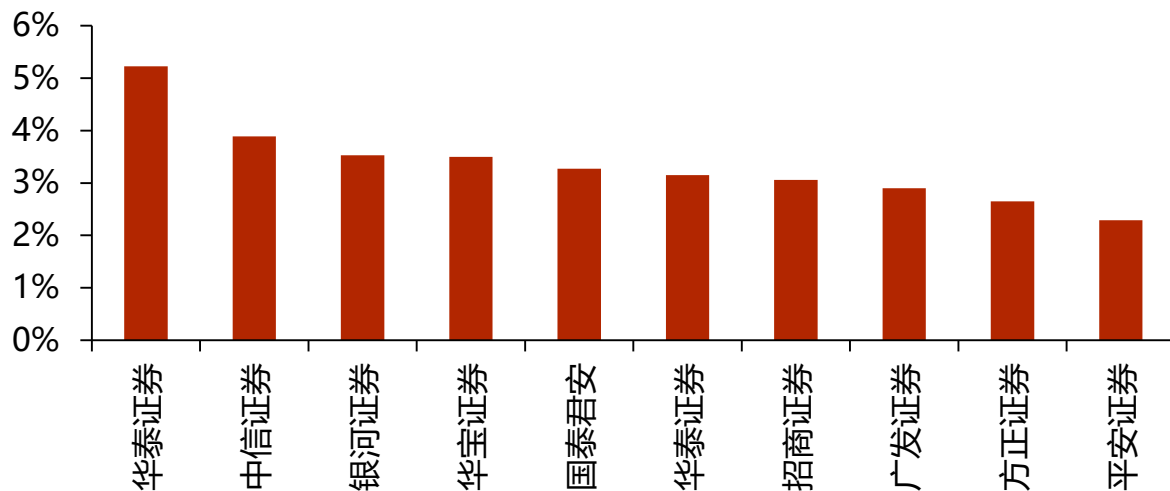


我国场内衍生品的交易中机构投资者占比过半，上交所股票期权经纪业务成交量中华泰证券和中信证券的市场份额领先。

- **场内衍生品交易以机构投资者为主：**根据上交所披露的数据，从机构投资者占比来看，认购期权交易中机构投资者交易量占比为54.01%，认沽期权交易中机构投资者交易量占比为58.01%，占比超过一半。从券商集中度来看，2020年股票期权经纪业务成交量排名前十的券商累计占全市场总成交量的33.47%，其中华泰证券和中信证券分别以5.23%和3.89%的市场份额位居前二。

股票期权经纪业务成交量市场份额

■ 成交量市场份额

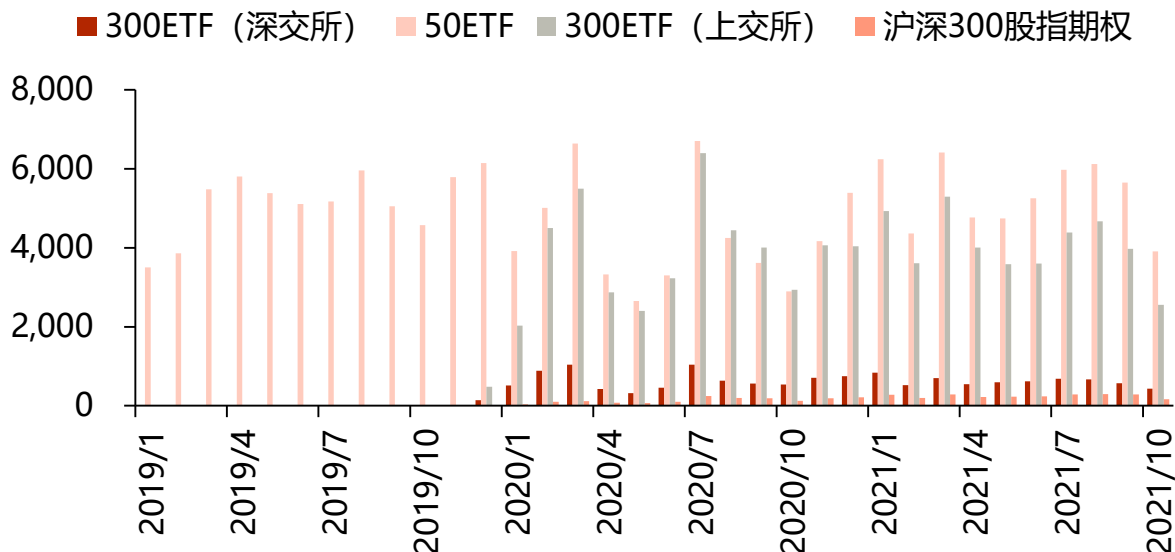


| | 个人投资者 | 机构投资者 | 全部投资者占比 |
|-----------|--------------|--------------|---------------|
| 买入开仓 | 14.2% | 6.8% | 21.0% |
| 卖出开仓 | 8.6% | 23.9% | 32.5% |
| 备兑开仓 | 0.0% | 0.0% | 0.1% |
| 买入平仓 | 8.0% | 21.0% | 29.0% |
| 卖出平仓 | 13.3% | 4.2% | 17.4% |
| 备兑平仓 | 0.0% | 0.0% | 0.1% |
| 合计 | 44.2% | 55.8% | 100.0% |

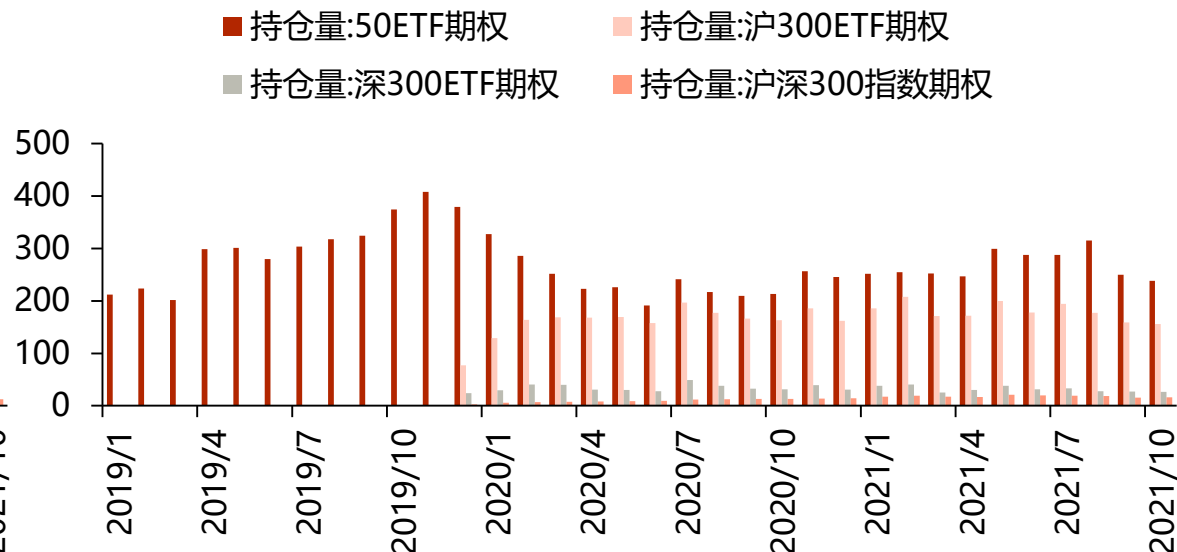
我国场内金融衍生品种类在扩容，2019年上交所、深交所上市沪深300ETF期权，中金所上市沪深300股指期货，产品推出后成交量快速上行。

- 场内金融衍生品种类扩容：**2006年我国境内首家金融衍生品交易所中金所成立，但中金所金融衍生品仍以期货产品为主。2015年证监会批准上交所上市上证50ETF期权，是境内首只场内期权产品。2019年期权品种扩容，上交所、深交所上市沪深300ETF期权产品，中金所上市沪深300股指期货。沪深300ETF期权推出后交易量迅速增长，2019年12月成交量478万张，2021年10月300ETF（上交所）成交量已达2,551万张，和上证50ETF交易量差距大大缩小。

场内股指期货成交量情况（万张）



场内股指期货持仓量情况（万张）

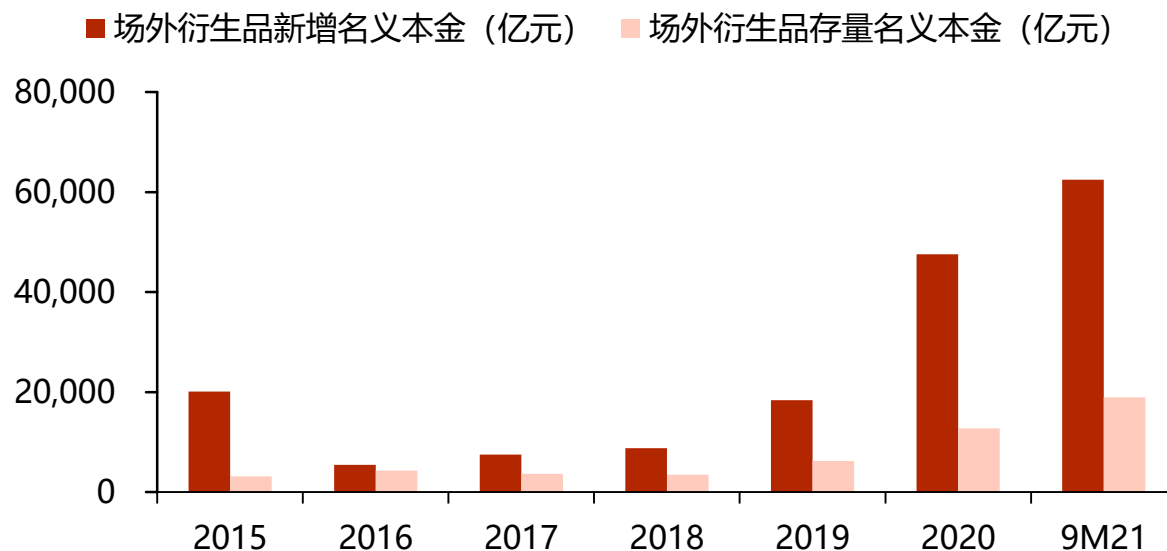


我国证券市场场外衍生品的交易对手以商业银行、私募基金等机构客户为主，随着机构客户对冲风险及投资需求增加，场外衍生品规模将继续增长。

- **场外衍生品以机构客户为主，规模持续增长：**场外衍生品的交易对手主要包括商业银行、期货公司及子公司、私募基金、证券公司及子公司、保险公司及子公司、基金公司及子公司等机构客户，客户网络庞大的头部券商占据优势，中信证券、华泰证券场外期权业务收入排名靠前，2020年分别以15/12亿元的收入位列行业前二。从规模上看，新增名义本金规模从2015年的20,102亿增长至2021年前9个月的62,492亿，名义本金存量规模从2015年的3,190亿增长至2021年9月末的18,971亿。

| 排名 | 2019 | | 2020 | |
|----|------|---------|------|---------|
| | 公司名 | 收入 (万元) | 公司名 | 收入 (万元) |
| 1 | 中信证券 | 69,101 | 中信证券 | 151,825 |
| 2 | 华泰证券 | 28,115 | 华泰证券 | 117,390 |
| 3 | 中信建投 | 14,998 | 申万宏源 | 103,169 |
| 4 | 中金公司 | 13,656 | 中金公司 | 81,213 |
| 5 | 招商证券 | 9,019 | 海通证券 | 68,942 |
| 6 | 申万宏源 | 6,519 | 中信建投 | 59,853 |
| 7 | 安信证券 | 4,081 | 招商证券 | 59,074 |
| 8 | 广发证券 | 2,827 | 国泰君安 | 34,664 |
| 9 | 国泰君安 | 2,329 | 东兴证券 | 10,609 |
| 10 | 东兴证券 | 401 | 安信证券 | 3,930 |

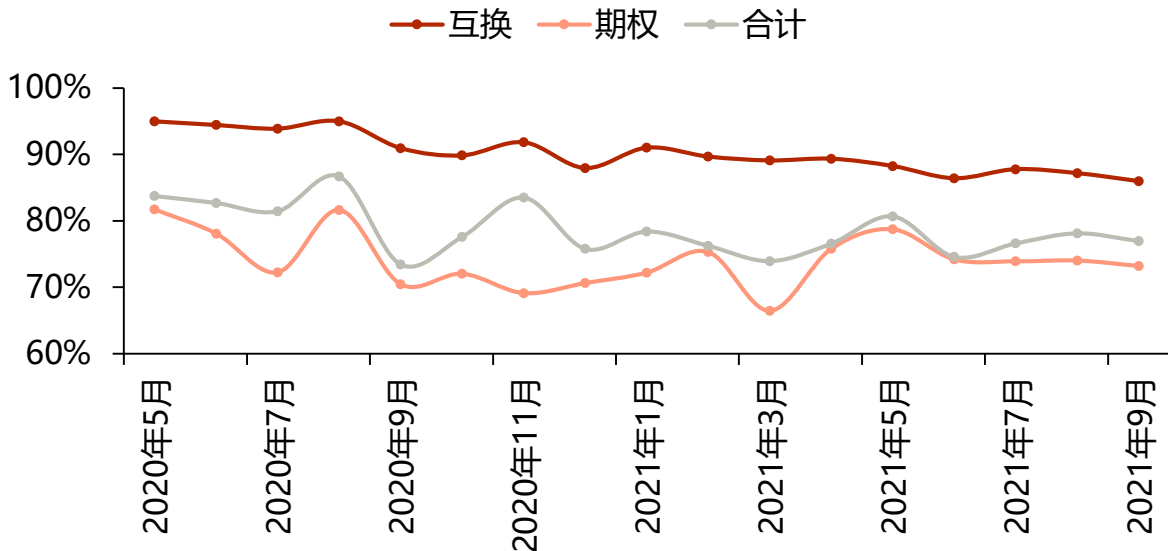
我国场外衍生品规模持续增长



我国证券场外衍生品交易集中度较高，场外衍生品合计月度新增交易集中度维持在70%-80%之间，拥有庞大的客户网络、雄厚的资金实力、优秀的人才团队、领先的交易系统的券商更具优势。

- 场外衍生品交易集中度较高：**由于仅有少数券商拥有场外期权一级交易商的资格，且复杂的场外衍生品业务需要券商拥有庞大的客户网络、雄厚的资金实力、优秀的人才团队、领先的交易系统，因此头部券商优势明显，场外衍生品交易集中度较高。截至2020年11月底，中信证券、中金公司、华泰证券的场外衍生品存续名义本金分别以22%/16%/11%的市占率排名前三，前5名的集中度达69%；场外衍生品合计月度新增交易集中度维持在70%-80%之间。

我国场外衍生品新增交易集中度较高



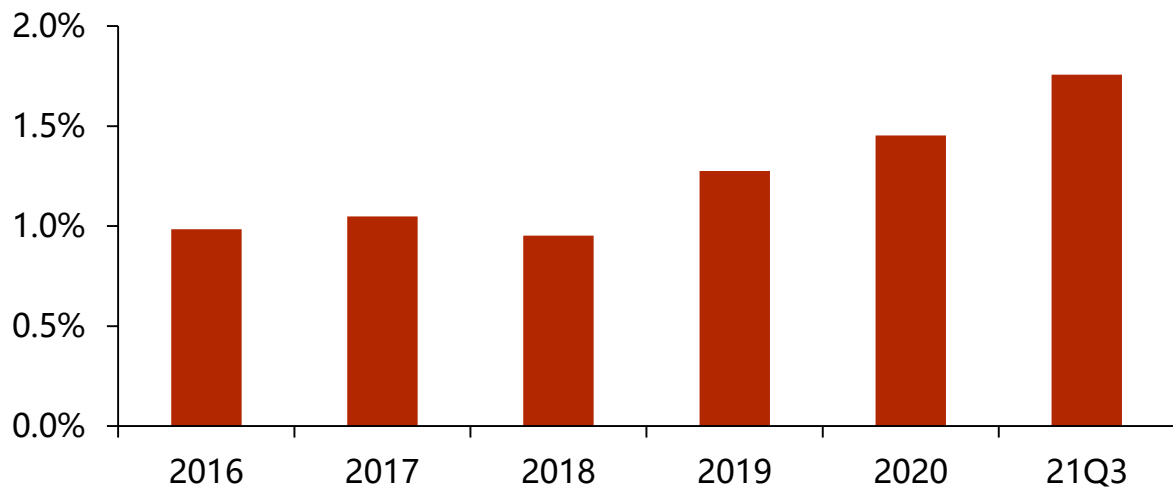
| 排名 | 证券公司 | 本期存续名义本金 (互换) | 证券公司 | 本期存续名义本金 (期权) | 证券公司 | 本期存续名义本金 (合计) |
|------------|------|-----------------|------|-----------------|------|-----------------|
| 1 | 中信证券 | 1,687.09 | 中信证券 | 1,352.56 | 中信证券 | 3,039.65 |
| 2 | 中金公司 | 1,686.32 | 申万宏源 | 1,162.33 | 中金公司 | 2,107.67 |
| 3 | 华泰证券 | 533.99 | 华泰证券 | 982.43 | 华泰证券 | 1,516.42 |
| 4 | 国泰君安 | 326.84 | 国泰君安 | 929.95 | 申万宏源 | 1,290.88 |
| 5 | 中泰证券 | 243.77 | 中信建投 | 875.61 | 国泰君安 | 1,256.79 |
| 合计 | | 4,478.01 | | 5,302.88 | | 9,211.41 |
| 集中度 | | 86.31% | | 65.29% | | 69.21% |

券商服务机构客户的托管业务集中度较高，21Q3末排名前5的券商托管公募基金规模合计占券商总托管公募基金规模的83%，私募基金托管业务中招商证券连续多年保持行业第一，21H1托管产品数量市占率达24%。

- 托管规模集中度较高：**主经纪商业务是指券商向以机构投资者为主的客户提供交易、托管清算、研究支持、产品销售支持、基金业绩评价等一站式综合金融服务。从公募基金托管规模来看，21Q3末46家机构中券商占19家，但券商合计托管规模占比仅1.8%，公募基金托管以银行为主。国泰君安、招商证券等公司托管规模在券商中排名靠前，21Q3末排名前5的券商托管规模合计占券商总托管规模的83%，集中度较高。从私募基金托管情况来看，根据招商证券半年报披露，其私募基金托管产品数量市场份额达24%，私募基金托管产品数量、公募基金托管产品数量已连续七年保持行业第一。

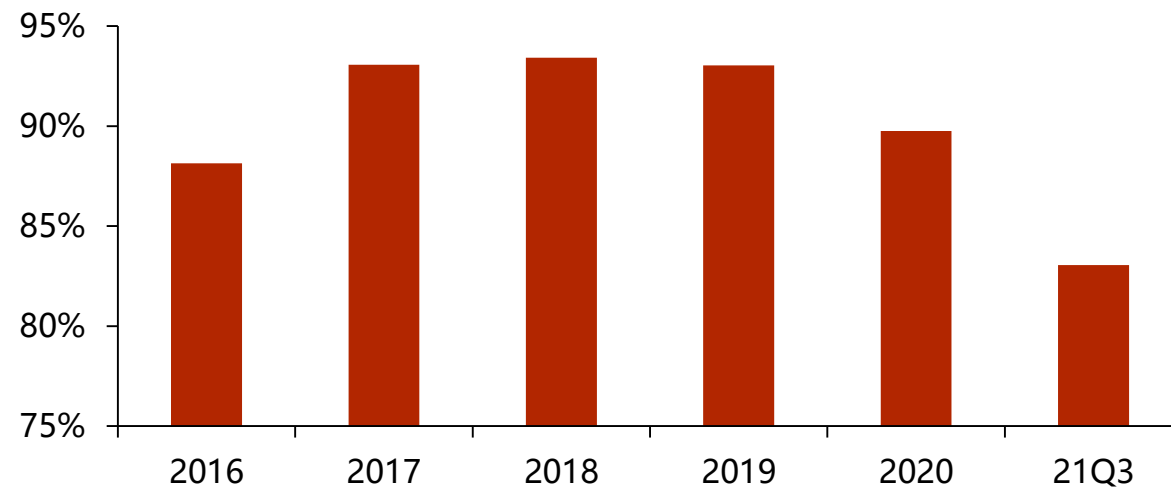
券商托管公募基金占总托管公募基金资产的比例较低

■ 券商总体托管基金资产占总托管基金资产的比例



券商托管公募基金资产的集中度较高

■ 排名前五的券商托管基金资产占券商总体的比例

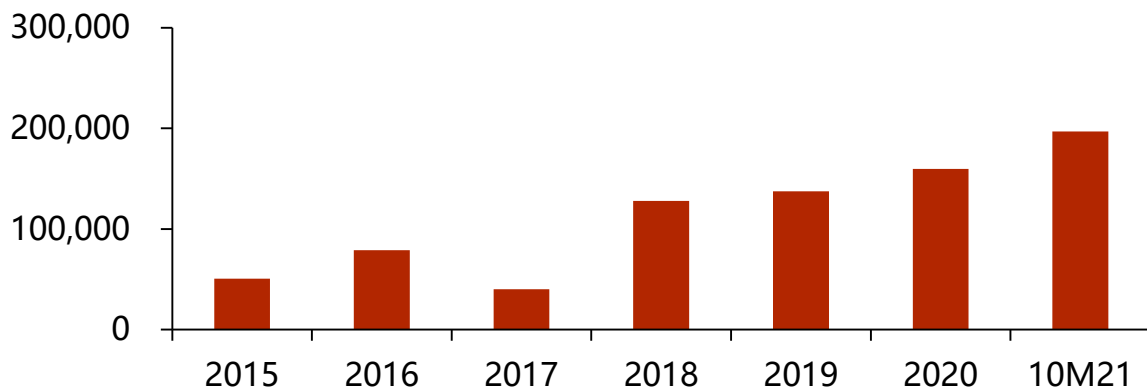


私募基金规模持续增长，券商对私募托管服务的渗透率能够继续提高，相关业务成长空间广阔。

- 私募基金规模持续增长：**券商为私募客户提供全链条服务的能力强，因此在私募托管上占据优势。根据财联社报道，截至2020年末，在中基协备案的私募基金中引入托管机制的数量占81.5%。从托管结构来看，证券公司托管数量占70.4%，商业银行托管数量占比26.3%。我国私募基金规模持续增长，截至2021年10月末，存续基金规模达19.69万亿元，较年初增长23%，规模创新高。随着私募基金继续发展以及券商在私募客户中的服务渗透率提高，相关业务还大有可为。
- 券商纷纷发力私募托管：**招商证券在托管业务中保持领先地位，主要是因为公司较早引入PB业务并搭建相关体系，同时也是首家获得私募基金托管资格的券商，拥有先发优势。华泰证券私募基金托管数量排名有所提升，主要是因为私募客户有多样化需求且对交易系统的要求较高，华泰证券综合服务能力领先且在IT投入上排名行业第一。

我国私募基金存续规模持续增长

■ 私募基金存续规模 (亿元)



数据来源：Wind，财联社，浙商证券研究所。

| 托管数量排名 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 21Q1 |
|--------|------|------|------|------|------|------|
| 1 | 招商证券 | 招商证券 | 招商证券 | 招商证券 | 招商证券 | 招商证券 |
| 2 | 国信证券 | 国泰君安 | 国泰君安 | 国泰君安 | 国泰君安 | 国泰君安 |
| 3 | 国泰君安 | 国信证券 | 中信证券 | 中信证券 | 中信证券 | 中信证券 |
| 4 | 中信证券 | 中信证券 | 国信证券 | 国信证券 | 国信证券 | 华泰证券 |
| 5 | 广发证券 | 广发证券 | 广发证券 | 华泰证券 | 华泰证券 | 兴业证券 |
| 6 | 中信建投 | 华泰证券 | 华泰证券 | 广发证券 | 兴业证券 | 国信证券 |
| 7 | 华泰证券 | 中信建投 | 海通证券 | 兴业证券 | 广发证券 | 中信建投 |
| 8 | 海通证券 | 海通证券 | 中信建投 | 海通证券 | 中信建投 | 广发证券 |
| 9 | 兴业证券 | 兴业证券 | 兴业证券 | 中信建投 | 海通证券 | 海通证券 |
| 10 | 银河证券 | 银河证券 | 银河证券 | 银河证券 | 银河证券 | 中金公司 |

03

投资建议

行业策略

个股推荐

当前券商板块具备行情启动条件：历次券商行情启动具备四个共性条件，分别是较充足的流动性、好或向好的业绩、积极的行业政策、估值在历史低位，当前情况都具备。

- **流动性：**根据浙商证券宏观团队预测，预计2022年一季度货币政策以稳增长为首要目标，保持稳健略宽松，二季度可能转向稳健中性，下半年有望再次转向稳健略宽松；
- **业绩：**预计2022年证券行业净利润将在连续三年高增速的基础上边际放缓，但ROE仍将继续提升；
- **政策：**提高直接融资占比、资本市场改革仍重任在肩，券商仍然处于政策宽松周期，预计2022年行业政策仍然偏积极；
- **估值：**当前券商板块PB估值1.7倍，处于十年33%分位，2022年板块估值修复空间充足。

| | 2006-2007 | 2008-2009 | 2012-2013 | 2014-2015 | 2018-2019 | 2020 | 当前 |
|--------------|-----------|--------------|---------------------|-----------|---------------------|------|------|
| 经济环境 | 增长强劲 | 下行压力 | 下行压力 | 下行压力 | 下行压力 | 下行压力 | 下行压力 |
| 流动性情况 | 充足 | 充足 | 充足 | 充足 | 充足 | 充足 | 充足 |
| 业绩表现 | 业绩好 | 积极政策带来业绩增量预期 | 业绩拐点出现，积极政策带来业绩增量预期 | 业绩好 | 业绩拐点出现，积极政策带来业绩增量预期 | 业绩好 | 业绩好 |
| 行业政策 | 积极 | 积极 | 积极 | 积极 | 积极 | 积极 | 积极 |
| 板块估值 | 低估 | 低估 | 低估 | 低估 | 低估 | 低估 | 低估 |

数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。

根据宏观团队预测，2022年权益市场仍将表现出较为明显的结构性特征，在权益市场波动的环境下，机构化程度较高的综合龙头抗周期性更强。居民投资资产向权益市场转移是大势所趋，财富管理市场大发展带来 α ，财富管理类券商具备成长性。

- **选股主线一：财富管理方兴未艾。**从代销情况来看，东方财富优势突出；从公募基金对净利润的贡献情况来看，广发证券业内领先。推荐代销渠道具备优势的东方财富和参控股优质头部公募基金的广发证券。
- **选股主线二：机构业务大有可为。**综合多项反映机构化程度的业务指标来看，中信证券、华泰证券的机构化程度领先，在向机构客户提供综合化服务的比拼中更容易胜出。推荐机构化程度较高的低估值龙头华泰证券、中信证券。

| | APP月活 (2021年4月, 千) | 代销非货币基金保有规模 (21Q3末, 亿元) | 持股公募基金净利润贡献 (21H1) |
|------|--------------------|-------------------------|--------------------|
| 中信证券 | 4,560 | 1,135 | 5% |
| 华泰证券 | 8,398 | 910 | 6% |
| 国泰君安 | 5,633 | 380 | 2% |
| 海通证券 | 4,666 | 376 | 5% |
| 中信建投 | 4,492 | 652 | -2% |
| 招商证券 | 4,554 | 517 | 13% |
| 广发证券 | 4,610 | 830 | 19% |
| 东方财富 | 14,619 | 5,783 | N/A |

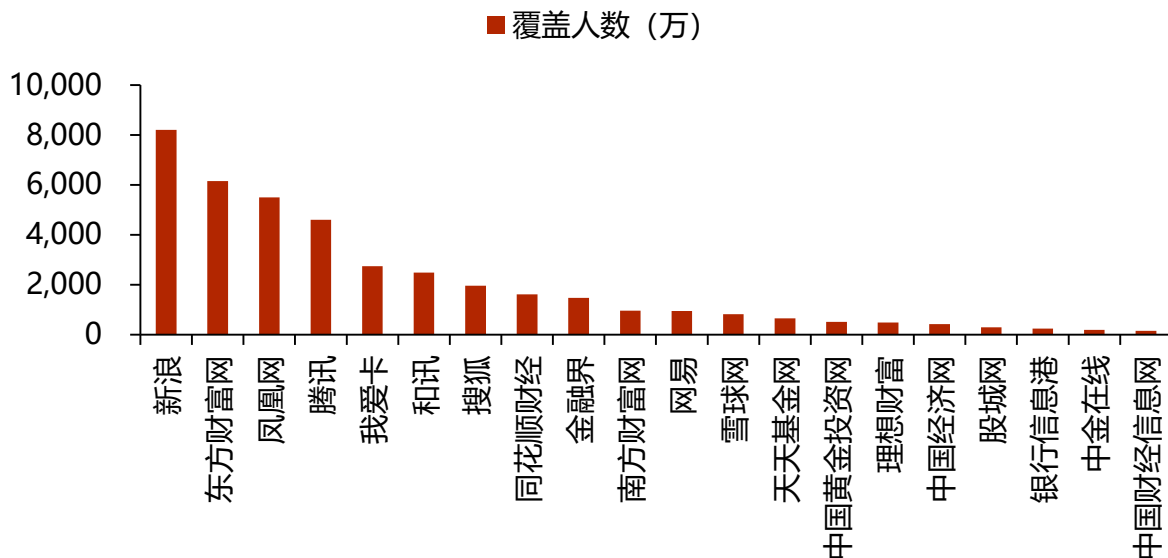
| | 代理买卖证券机构客户占比 (21H1末) | 融出资金机构客户占比 (21H1末) | 融券市占率 (21H1末) | 投行承销规模市占率 (9M21) | 上交所场内期权成交量市占率 (2020) | 场外期权业务收入 (2020, 万元) | 私募托管数量行业排名 (21Q1末) |
|------|----------------------|--------------------|---------------|------------------|----------------------|---------------------|--------------------|
| 中金公司 | 55% | 12% | 7% | 7% | 未进入前10 | 81,213 | 10 |
| 中信证券 | 61% | 34% | 25% | 14% | 3.9% | 151,825 | 3 |
| 华泰证券 | 30% | 11% | 19% | 8% | 5.2% | 117,390 | 4 |
| 国泰君安 | 29% | 25% | 6% | 7% | 3.3% | 34,664 | 2 |
| 海通证券 | 37% | 20% | 5% | 5% | 3.2% | 68,942 | 9 |
| 中信建投 | 45% | 16% | 7% | 11% | 未进入前10 | 59,853 | 7 |
| 招商证券 | 40% | 14% | 5% | 4% | 3.1% | 59,074 | 1 |
| 广发证券 | 31% | 15% | 3% | 0% | 2.9% | 3,296 | 8 |

数据来源：Wind，基金业协会，证券业协会，上交所，财联社，公司年报，浙商证券研究所。注：东方财富代销数据为天天基金数据；底色越红越具备优势。

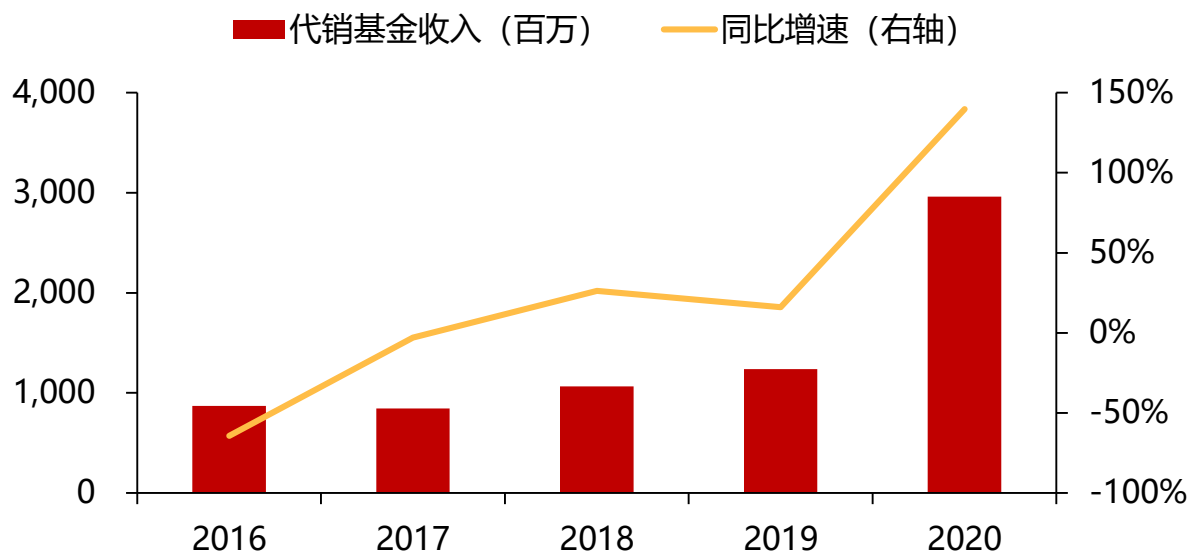
东方财富手握多个流量入口，渠道端优势明显。看好公司代销业务继续保持领先地位，享受居民财富向权益市场转移的红利。

- **渠道优势助推代销规模领先：**公司手握“东方财富网”、“天天基金网”、“股吧”等多个流量入口，海量高粘性用户构筑渠道护城河。3Q21末天天基金股票+混合基金/非货币型基金保有量在代销机构中排名第四/三，市占率环比提升0.43/0.31pct，代销基金规模保持领先。在居民财富向权益市场转移的大背景下，公司将利用代销优势充分享受红利，成长空间广阔。
- **规模效应推动费率持续优化：**2021Q1-3东财销售费用、管理费用分别为4.2/13.0亿元，占总营收比重分别为4.3%/13.5%，同比下降1.6/3.6pct，规模效应下费率持续优化。

东方财富网覆盖用户数仅次于新浪财经



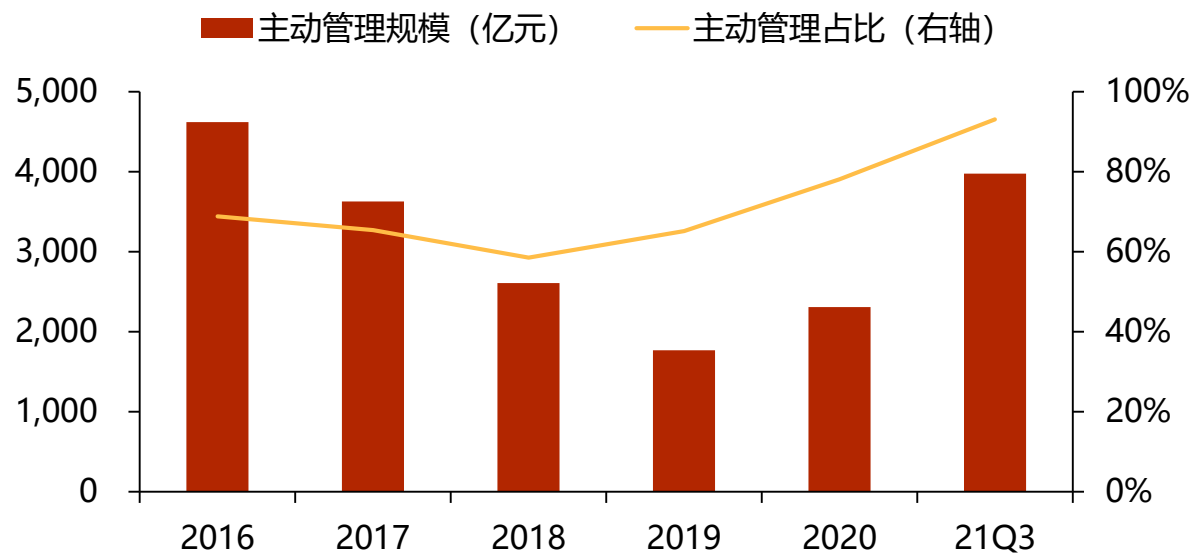
东方财富代销基金收入高增



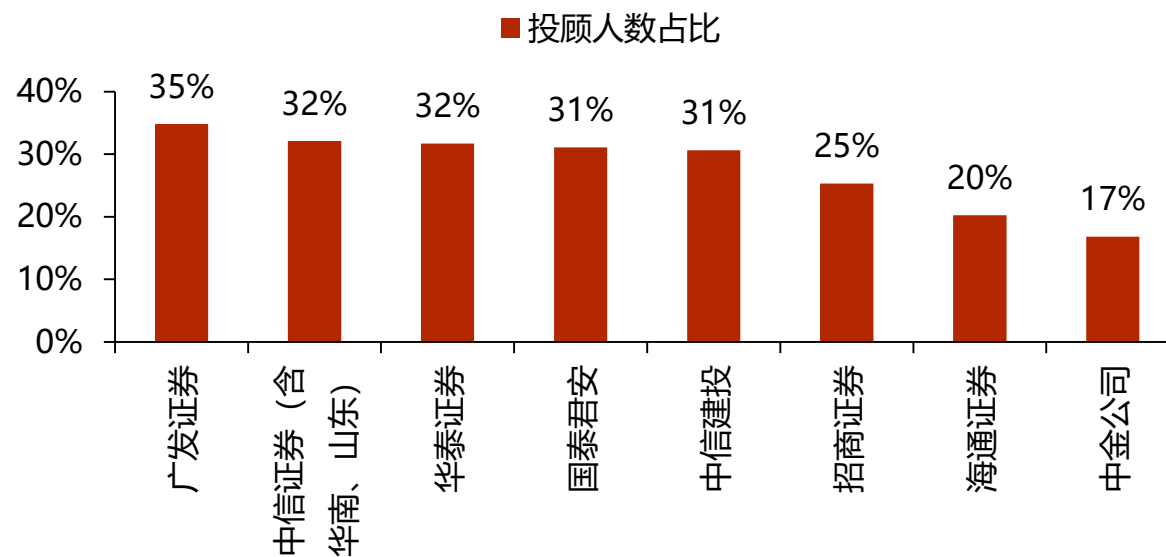
广发证券参控股优质头部公募基金，随着公募基金市场持续扩容，易方达、广发基金对广发证券的利润贡献有望进一步提高。

- 主动管理较强，公募规模领先：**广发资管主动管理能力领先，主动管理占比从2016的69%提升至21Q3的93%，仅次于中金。公司分别持有龙头公募基金易方达和广发基金23%/55%的股权，二者21Q3月均管理规模排名为行业第一和第二。在居民财富向权益市场转移的大趋势下，公募基金市场将继续扩容，两家头部基金公司有望为广发证券贡献更多利润。
- 代销收入高增，投顾团队扩大：**公司2020/21H1代销收入分别为5.9/5.2亿，同比增速高达223%/191%，代销收入占经纪业务收入的比重从2017的3%提升至21H1的15%。公司持续发力投顾队伍建设，截至2021年11月15日，公司投顾队伍有3,938人，全部从业人员中投资顾问数量占比35%，在头部券商中排名第一，优秀、庞大的投顾团队能够根据客户的不同需求进行高效服务，支撑公司在代销业务中保持领先地位。

广发证券主动管理规模占比较高



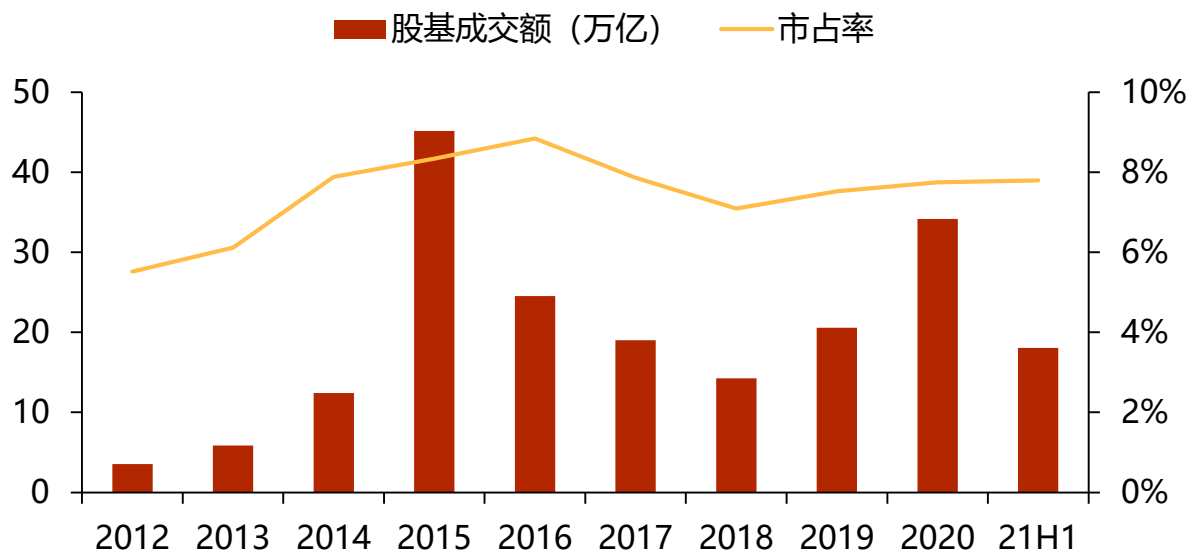
广发证券投顾人员占比领先



华泰证券综合实力排名靠前，财富管理加速转型，机构化程度行业领先，金融科技赋能主业。看好“财富管理+机构业务”双轮驱动公司业绩增长，金融科技助力经营效率提升。

- **财富管理扬优势：**公司零售客户端龙头地位稳固，股基成交额市占率连续8年第一。公司线上“涨乐财富通”APP月活排名行业第一，线下智慧网点积极转型、投顾人数占比领先，在线上线下协同的模式下加强服务客户的效率，加速向财富管理转型。
- **金融科技强动能：**公司IT资金投入排名行业第一，运用金融科技赋能主业。零售方面，线下智慧网点、线上“涨乐财富通”APP、“AORTA”云平台已经形成闭环；机构方面，针对机构客户推出的数字化平台“行知”整合了全业务链资源。随着平台化系统逐步构建、各项业务被纳入闭环，公司经营效率将得到进一步提高。

华泰证券股基成交额市占率稳居第一



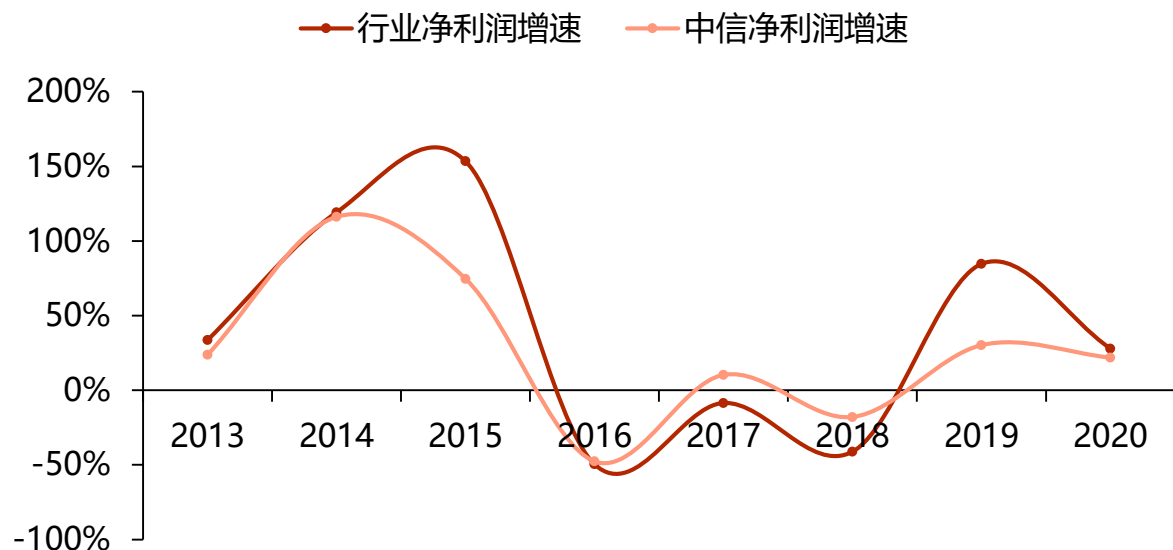
数据来源：公司年报，浙商证券研究所。



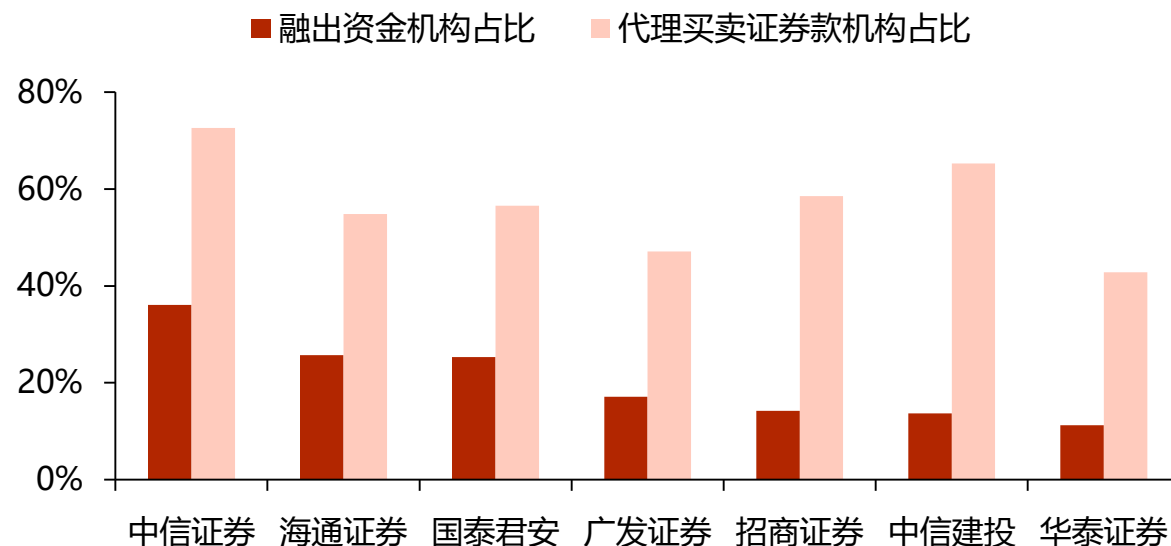
中信证券业务全面优秀、机构化程度高，抗周期性优于行业。看好公司受益于资本市场改革所带来的集中度提升，持续做大做强，业绩更进一竿。

- **业务全面优秀**：多项指标排名行业第一，无明显短板，全面均衡的发展使公司抗周期能力增强，净利润波动小于行业。2019年证监会明确提出打造航母级券商，未来行业强者恒强的局面会愈发明显，公司作为全面优秀的绝对龙头是核心受益标的；
- **机构化程度高**：机构客户需求多样化，看重券商的综合服务能力，券商为机构客户提供全链条服务能够获得更稳定、多元的收入。公司凭借股东资源以及自身品牌实力积累了大量优质机构客户资源，2020年经纪、两融业务中机构客户贡献分别达72.6%和36.1%，高于其他头部券商。庞大的机构客户网络为公司发展融券、衍生品、主经纪商等机构业务打造强劲优势。

中信证券净利润波动小于行业



中信证券机构客户占比高



风险提示

- 1、宏观经济大幅下行
- 2、交投活跃度大幅下降
- 3、资本市场改革不及预期

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>