

α 仍是主导因素，坚持大公募与交易业务双主线

——证券行业 2022 年年度策略



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 12 月 04 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

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 年三季报综述 2021-11-02

马太效应凸显，流动性与政策双击下坚持大公募与衍生品主线：——证券行业 2021 年半年报综述 2021-09-05

α β 因素共振 20 年迎捷报，21 年坚持业绩为王与龙头主线：——证券行业 2020 年年报综述 2021-04-22

核心观点

- **Alpha 因素有望成为主导，大公募与做市交易将左右 2022 年券商业绩表现。**虽然 2022 年市场活跃度与行情仍有望保持高位，但是在如此高的基数之下，Beta 因素很难再带来较大的边际增量因素，相反，Alpha 属性较强的以公募基金为主的资管业务和做市交易业务大概率将成为 2022 年的增量业绩主导因素。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。有鉴于此，我们认为 2022 年券商业绩的分化程度大概率将加大，“看天吃饭”的模式难以为继。
- **交易业务龙头券商确立优势，做市、衍生品未来可期。**2022 年重点关注股票做市、衍生品领域的进展：1) 股票做市方面，北交所试点拉开序幕，为做市商制度引入科创板乃至全 A 股市场提供了示范效应；2) 场内衍生品方面，深交所股票期权仍是主要的政策期待点，有望揭开场内衍生品的新篇章；3) 场外衍生品方面，预计 2022 年仍将维持 CR570%-80% 的高集中度。随着我国资本市场做市商交易制度与衍生品市场的不断发展与完善，同时叠加一级交易商资质的牌照壁垒，头部券商已经在交易业务领域确立显著优势并初步形成护城河。
- **多重信号预示大公募基金时代正在降临。**1) 需求端：i) 居民大类资产配置趋于平衡，财富搬家效应或显现；ii) 资管新规政策下银行理财预期收益率不断下降，权益市场对投资者的吸引力加强；iii) 当前 A 股市场具备较多的不确定性，非主流个人投资者首选。iv) 在增量资金涌入金融市场的前提下，公募基金有望成为首选。2) 供给端：监管层日益重视基金的财富管理功能，资本市场深化改革加速推进财富管理转型。政策有意壮大管理人队伍，支持资产管理机构发展，充分发挥机构的专业优势。公募基金受益新发权益类基金的火爆而快速壮大。2022 年看好坐拥龙头公募的券商。
- **注册制改革有望延伸至主板，利好投行业务优势券商。**注册制改革仍是资本市场改革主线，我们有理由期待基于科创板、创业板、北交所的成功经验，注册制改革有望延伸至主板市场。一旦注册制全面推广至主板，有望带来新一波上市热潮并贡献券商投行业务增量。重点利好投行业务龙头券商。

投资建议与投资标的

- **流动性与政策双击，为券商板块行情奠定基础。**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；同时资本市场投融资两端政策红利将持续释放，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)，建议关注长城证券(002939, 未评级)。**

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。

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. 2021 年行业回顾：A 股成交额“万亿”常态化，券商业绩分化显著.....	5
1.1. 成交额站稳万亿上方，行情“一九”分化.....	5
1.2. 2021 年前三季度上市券商间业绩分化显著	6
2. 交易业务龙头为王，做市、衍生品业务期待迎来突破	10
2.1. 2022 年做市及衍生品业务仍是投资端政策最值得期待的领域.....	10
2.1.1. 股票做市业务：北交所制度落地，科创板或将接踵而至	10
2.1.2. 场内衍生品业务：深交所股票期权业务仍是主要的政策预期点	12
2.1.3. 场外衍生品业务：龙头券商已“分割天下”	14
2.2. 交易业务的“定海神针”作用正在逐渐凸显，“两中一华”优势稳固.....	15
3. 多重信号预示大公募基金时代正在降临，重点利好坐拥龙头公募的券商	18
3.1. 居民财富配置现状：房产挤压金融资产空间，金融资产仍以理财存款为主	18
3.2. 多重因素助推“财富搬家”效应，财管市场空间打开	21
3.2.1. 资管新规，资本市场深化改革推动财富管理业务从刚兑型向净值型转型	21
3.2.2. 人均可投资资产增加和金融资产均衡配置下，公募基金有望成为首选	22
3.3. 多重信号预示大公募基金时代正在来临	23
3.3.1. 基金市场规模提升+结构调整，权益基金成长空间广阔	23
3.3.2. 中美大类资产收益率演进预示中国将进入大公募“黄金时代”	27
3.4. 我国基金公司增长进入快车道，竞争格局尚不明朗+分化加剧	33
4. 注册制改革持续深入，继北交所后主板市场将成为注册制改革的下一战场	37
4.1. 注册制下龙头优势明显，投行集中度望持续提升	37
4.2. “投资+投行”大投行模式将是券商转型的重要方向	38
4.3. 北交所带来增量业务，改革触角或将延伸至主板市场	39
5. 投资建议	41
5.1. 2022 年 Alpha 因素仍将主导业绩和股价表现，分化大概率加剧.....	41
5.2. 投资建议：坚持交易与大公募主线，关注政策面催化	41
6. 风险提示	42

图表目录

图 1: 2021 年沪深 300 指数、创业板指数走势 (截至 2021 年 12 月 1 日)	5
图 2: 2021 年券商板块个股股价表现 (单位: %; 截至 2021 年 12 月 1 日)	5
图 3: 2019/01-2021/09 日均股基成交额 (亿元)	6
图 4: 2020/01-2021/09 日均换手率 (%)	6
图 5: 2020 前三季 vs2021 前三季上市券商 (41 家) 各项业务收入 (亿元) 及增速	7
图 6: 上市券商 (41 家) 各业务收入占比对比: 2020 年前三季 vs2021 年前三季	7
图 7: 上市券商 2021 年前三季归母净利润 (亿元) 及同比增速 (41 家)	9
图 8: 上市券商 2021 前三季净资产收益率 ROE (年化, 41 家)	9
图 9: 上市券商杠杆率 (41 家, 截至 2021 年三季度末)	10
图 10: 2015-2020 年上交所期权成交量(亿张)及增速	12
图 11: 2015/02-2021/10 上交所期权持仓量(万张)及增速	12
图 12: 2015-2020 场内股票期权成交量构成(按业务类型)	13
图 13: 2015-2020 场内股票期权成交量结构(按交易方类型)	13
图 14: 2019/1-2021/9 新增场外期权名义本金 CR5	14
图 15: 2019/1-2021/9 新增收益互换名义本金 CR5	14
图 16: 2019/1-2020/11 存续场外期权名义本金 CR5	14
图 17: 2019/1-2020/11 存续收益互换名义本金 CR5	14
图 18: 2014-2019 年中金公司投资收益结构中衍生品对冲效应显著 (亿元)	17
图 19: 中国居民金融、非金融资产规模(万亿元)及增速	18
图 20: 美国居民金融、非金融资产规模(万亿美元)及增速	18
图 21: 中美人均可支配收入对比 (美元)	19
图 22: 中国城镇居民家庭资产构成	19
图 23: 中国城镇居民家庭金融资产构成	19
图 24: 2019 年中国和美国家庭资产配置对比	19
图 25: 居民实物资产持有构成	20
图 26: 中国家庭金融资产分布: 按家庭财富量排序	20
图 27: 中国个人持有的可投资资产规模总额 (招行口径)	21
图 28: 中国个人持有的主要金融资产结构 (建行口径)	21
图 29: 资产管理业务总体存量	22
图 30: 近 5 年各类型资产管理业务存量规模变化	22
图 31: 五年后中国居民预期资产配置	22
图 32: 公募基金有望成为资产配置“金凤凰”	23
图 33: 美国基金总体规模	23

图 34: 美国各类基金占比情况	23
图 35: 美国共同基金规模	24
图 36: 美国共同基金结构	24
图 37: 中国公募基金总体规模	25
图 38: 中国公募基金结构	25
图 39: 全球 ETF 规模结构	26
图 40: 美国 ETF 规模	26
图 41: 美国 ETF 细分情况	26
图 42: 我国 ETF 规模及增速	27
图 43: 美国 OECD 房价指数和中国 70 个大中城市二手住宅价格指数对比	28
图 44: 中国 70 个大中城市二手住宅价格指数增长率 (%)	28
图 45: 中美 10 年期国债收益率对比 (%)	29
图 46: 中美股市收益率对比	30
图 47: 中证股票型基金指数和沪深 300 指数涨幅对比	31
图 48: 2015 年基金与个人投资者投资能力对比	32
图 49: 2016 年基金与个人投资者投资能力对比	32
图 50: 2017 年基金与个人投资者投资能力对比	32
图 51: 2019 年基金与个人投资者投资能力对比	32
图 52: 非货币基金 AUM (亿元)	33
图 53: 股票+混合基金 AUM (亿元)	34
图 54: 非货币基金 AUM 集中度	34
图 55: 股票+混合基金 AUM 集中度	34
图 56: 基金公司营业收入 (亿元)	35
图 57: 基金公司净利润 (亿元)	35
图 58: 基金管理净利润贡献 (亿元)	36
图 59: 大资管净利润贡献 (亿元)	36
图 60: 2014-2021 年前三季券商投行股权承销规模 (IPO、增发与配股) 与集中度	37
图 61: 2014-2021 年前三季券商投行 IPO 承销规模与集中度	38
表 1: 2021 年前三季度上市券商 (41 家) 财务信息与业绩表现	8
表 2: 中国资本市场做市商制度探索与发展历程	10
表 3: 场外期权一级交易商名单	15
表 4: 2014-2020 年中信证券基础资产与衍生品投资收益呈现明显的负相关关系 (亿元)	16
表 5: 2014-2020 年中金公司金融投资资产规模 (百万元)	16
表 6: 2020 年 11 月场外衍生品市场名义本金存续情况 (亿元)	17
表 7: 北交所后备项目保荐机构排行	40

1. 2021 年行业回顾：A 股成交额“万亿”常态化，券商业绩分化显著

1.1. 成交额站稳万亿上方，行情“一九”分化

2021 板块券商板块“赢业绩，输行情”。2021 年券商板块整体行情表现不佳，这与其相对优异的业绩表现明显背离，截至 12 月 1 日，沪深 300 指数全年累计下跌 7.05%，创业板指数累计上涨 17.10%，证券 II（中信）累计下跌 14.39%，明显跑输大盘表现。

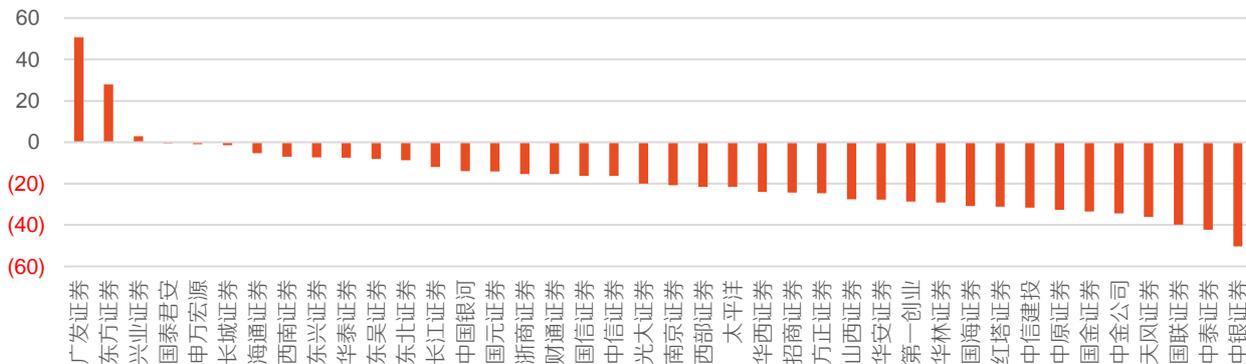
图 1：2021 年沪深 300 指数、创业板指数走势（截至 2021 年 12 月 1 日）



数据来源：WIND、东方证券研究所

个股行情显著分化， α 成主导因素。个股表现方面，证券 II（中信）板块内的个股仅有广发、东方、兴业实现正收益（财达新上市除外），累计涨幅分别为 50.71%、27.92%、2.96%。而这三只个股均为大公募逻辑下的主要标的，表现出明显 α 属性。

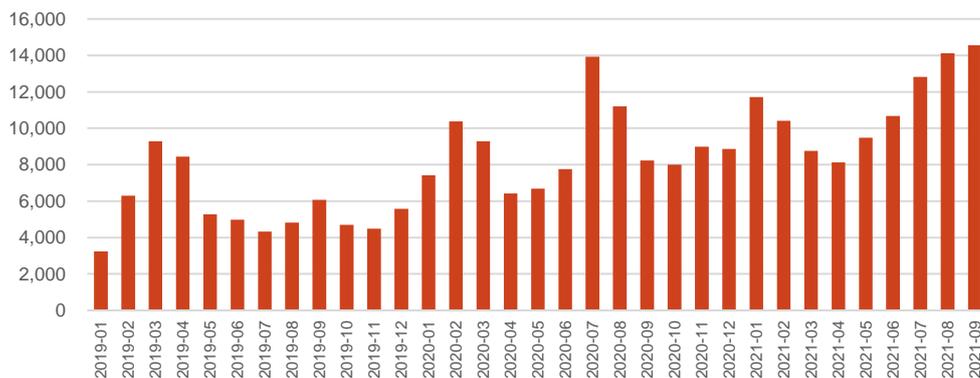
图 2：2021 年券商板块个股股价表现（单位：%；截至 2021 年 12 月 1 日）



数据来源：WIND、东方证券研究所

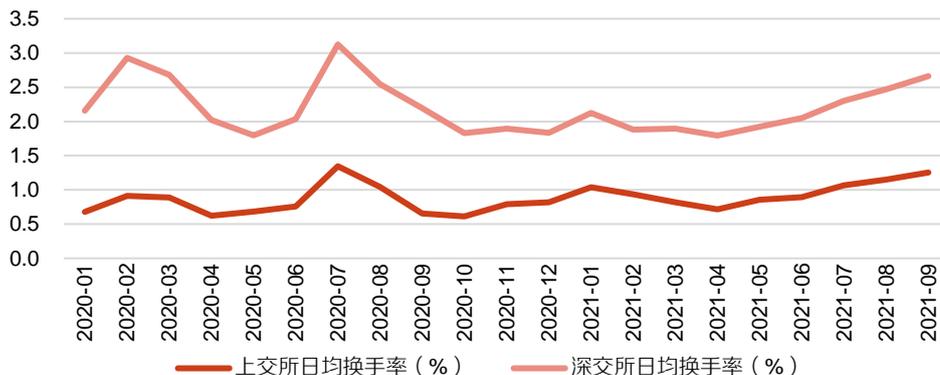
21Q3 以来市场成交额呈现“万亿”常态化局面。1) 21 年 7-9 月 A 股市场日均股基成交额分别为 1.28 万亿元、1.41 万亿元、1.46 万亿元，其中 9 月的成交额更是创下了自 2015 以来的最高单月记录；2) 整体来看，21 年前三季度的市场日均股基成交额 1.12 万亿元，同比高基数下仍然增长 22.54%。3) 从换手率来看，7-9 月，上交所日均换手率分别为 1.07%、1.15%、1.25%，深交所日均换手率分别为 2.30%、2.47%、2.66%，变化趋势与成交额基本吻合。

图 3：2019/01-2021/09 日均股基成交额（亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2020/01-2021/09 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

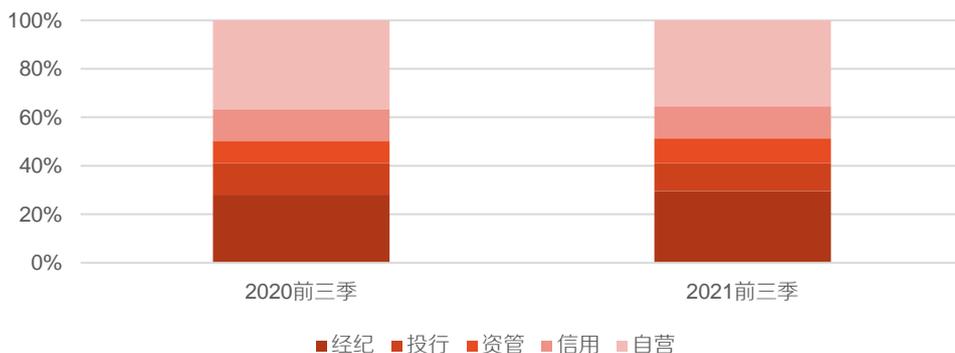
大主营业务全线增长，其中资管、经纪、信用、自营、投行业务收入同比增速分别为 24%、19%、16%、10%、1%。3) 业务收入结构同比变化较小，剔除其他业务收入后，自营、经纪、信用、投行、资管收入占比分别达到 36%、30%、13%、12%、10%。

图 5: 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 6: 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



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。

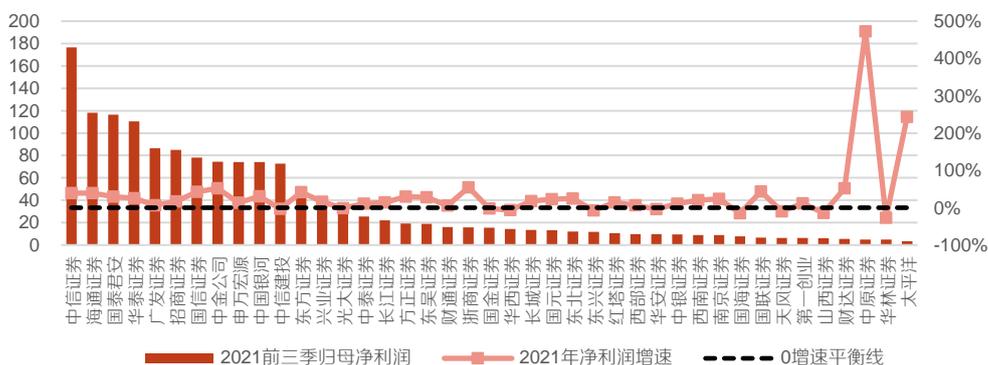
年化 ROE 同比提升近 1pct 至 10.10%，维持上升通道中。2021 前三季上市券商平均年化 ROE 为 10.10%，较去年同期增长近 1 个百分点。尽管上市券商仍在持续再融资补充资本的进程，但是盈利的提升使得上市券商整体 ROE 仍然处于上升通道之中。此外，截至 21Q3 末上市券商杠杆率（剔除代理买卖证券款）同比提升 0.14 至 3.98 倍，显示上市券商的杠杆运用水平在提升。

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	2021 前三季	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%	-

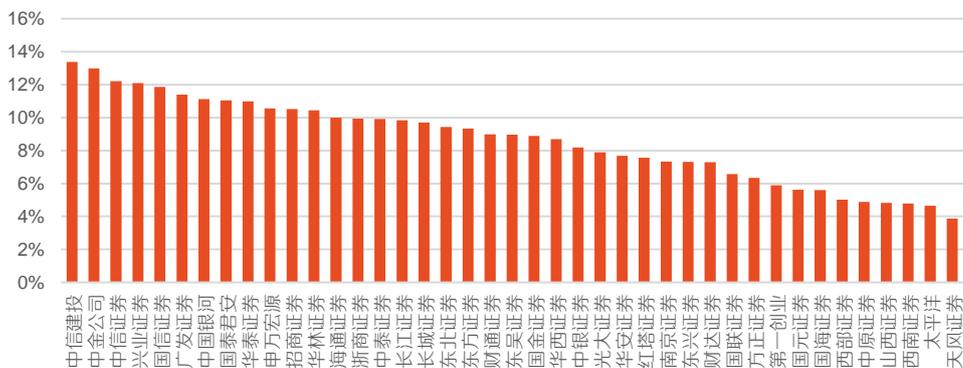
数据来源：WIND、东方证券研究所

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，业绩同比增速分化显著：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) 业绩同比增速方面，31 家上市券商实现业绩同比正增长。其中，中原证券、太平洋、浙商证券分别为 473%、243%、55%，排名前三。10 家上市券商业绩负增长，其中华林证券、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 7：上市券商 2021 年前三季归母净利润（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 15 家券商杠杆率不到 3 倍。

图 8：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 9：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. 交易业务龙头为王，做市、衍生品业务期待迎来突破

2.1. 2022 年做市及衍生品业务仍是投资端政策最值得期待的领域

2.1.1. 股票做市业务：北交所制度落地，科创板或将接踵而至

做市商制度仍处于相对早期的发展阶段。虽然我国银行间市场、新三板、股票期权、商品期权等市场均已引进做市商制度，且做市商制度对证券及衍生品市场的发展起到了重要的推动作用，成为境内衍生品市场制度创新的重要举措，但是相比于海外成熟市场，我国做市商制度的发展仍然处于相对初级的阶段，且业务的体量较小，对国内券商的利润贡献十分有限。

表 2：中国资本市场做市商制度探索与发展历程

序号	市场	中国做市商制度发展历程
1	银行间债券市场	2001 年，银行间债券市场首次推出双边报价业务，引入双边报价商。2007 年，人民银行颁布《全国银行间债券市场做市商管理规定》，银行间市场重新确定了做市商制度，规范了做市商管理，要求做市商按照报价与其他市场参与者达成交易。当前，银行间债券市场做市商由银行和证券公司组成。
2	新三板市场	新三板也是我国较早明确实行做市商制度的市场。新三板采用的是纯粹的做市商制度，做市商在市场中扮演了向投资者分销股份的角色。按规定，新三板每家挂牌转让的公司必须对应两家以上的做市商，目前做市商主要为证券公司。申请条件主要包括具备证券自营业务资格、

		设立做市业务部门和专业人员、具备做市业务制度和运行稳定的做市系统等。
3	期权市场	2015 年，上证 50ETF 期权在上海证券交易所挂牌上市，成为境内第一支场内期权产品。时隔两年，2017 年大连商品交易所上市境内第一支商品期权——豆粕期权，随后郑州商品交易所上市白糖期权，境内期权市场建设实现质的突破。 为提高期权市场流动性和定价效率，更好地服务实体经济，三家交易所在期权产品上市时，均同步实施了做市商制度，成为境内衍生品市场实施做市商制度的先行者。
4	期货市场	2018 年末，大连商品交易所上线了以大商所期货合约价格和商品期货价格指数为标的的商品互换业务，构建了一个以交易商为核心的业务模式，搭建了统一的场外市场综合服务平台。互换业务的交易模式为： 客户发起交易需求，经与交易商协商协议条款后在综合服务平台登记挂牌交易，再由双方协商议价或点价确定交易价格。
5	场外期权市场	场外期权等市场也利用了做市商制度的原理。 在场外交易中，期货公司风险管理子公司、商业银行、证券公司以及大型投资机构等各类交易商根据客户需求，量身定制各种风险管理方案，提供场外衍生产品报价。 究其本质，商品互换、场外期权等业务中的交易商，类似于纯粹做市商制度中的做市商，承担着为市场提供报价，并成为客户交易对手方的功能。
6	科创板市场	2019 年，上交所发布的《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》提到，科创板股票交易实行竞价交易，条件成熟时引入做市商机制。而在 2021 年 7 月 15 日，《中共中央、国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》发布。 《意见》提出，研究在全证券市场稳步实施以信息披露为核心的注册制，在科创板引入做市商制度。
7	北交所市场	2021 年 10 月，北交所发布《北京证券交易所交易规则（试行）》，明确指出“经证监会批准，竞价交易可以引入做市商机制”。北交所将引入做市商，采用特有的“连续竞价+做市商”的混合交易机制。 做市商的加入能提供价格发现的功能，直接刺激流动性活跃。

数据来源：WIND、东方证券研究所

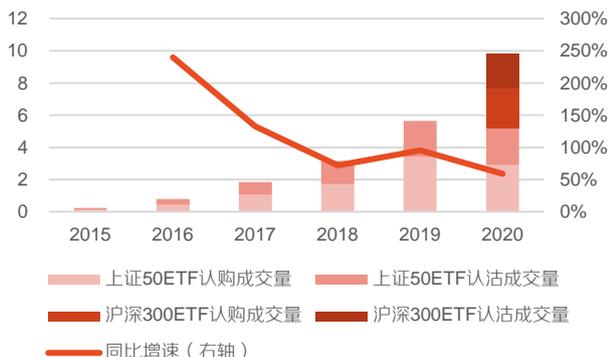
科创板与北交所双重利好为做市商制度的发展打开了突破口。2021 年 7 月 15 日，中共中央、国务院印发《关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》。意见提出 9 个方面、27 条内容，其中提到研究在科创板引入做市商制度等内容，做市商可以为北交所股票提供双边报价服务，传达了强烈的积极信号。而 2021 年 11 月北交所正式开市，成为我国资本市场发展的重要里程碑。北交所交易规则更是明确指出股票竞价交易可以引入做市商，计划实行“连续竞价+做市商”的混合交易机制。北交所该制度的落地为券商做市商制度提供了大量潜在业务空间。在此驱动下，各家券商“粮草先行”，争相布局业务机会。2021 第三季度，共有 32 家做市商对共计 113 家新三板公司追加做市，10 月新增 50 起，再创今年单月新高。科创板设立初期，市场环境条件距离细则中提到的“条件成熟时”尚需时日，但是有北交所正式落实做市商制度在

前，做市商制度引入科创板或将接踵而至并有望向全 A 股市场移植，届时将为券商的做市业务发展奠定重要的市场与制度基础。

2.1.2. 场内衍生品业务：深交所股票期权业务仍是主要的政策预期点

场内期权是我国场内衍生品的重要拓展品种。期权作为金融衍生品市场的重要组成部分，具备对冲风险、套期保值、投机等多重属性与功能，同时作为一种有效的做空机制，期权对基础证券市场起到很好的补充作用，有利于证券市场发挥价值发现功能。自 2015 年 2 月 9 日上证 50ETF 期权上市以来，我国场内股票期权市场取得了长足的发展，上证 50ETF 期权成交量由 2015 年的 0.23 亿张提升至 2019 年的 5.65 亿张；上证 50ETF 期权持仓量由 2015 年 2 月的 4.07 万张增长至 2019 年 12 月的 379.1 万张。而 2020 年，在新产品沪深 300ETF 期权的驱动下，上交所全年 ETF 期权合约累计成交 9.8 亿张，日均持仓 465.23 万张。股票期权投资者人数稳步增长，年末期权投资者账户总数达到 48.97 万，显示当前我国股票期权市场仍处于高速发展初期阶段。

图 10：2015-2020 年上交所期权成交量(亿张)及增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

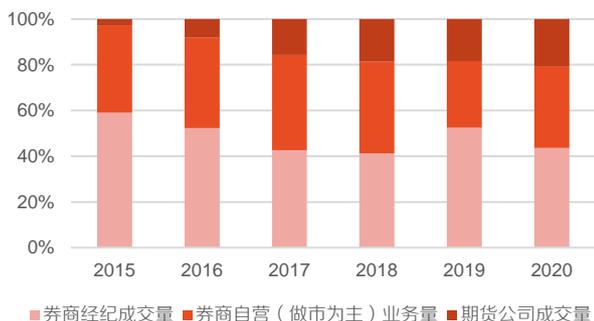
图 11：2015/02-2021/10 上交所期权持仓量(万张)及增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

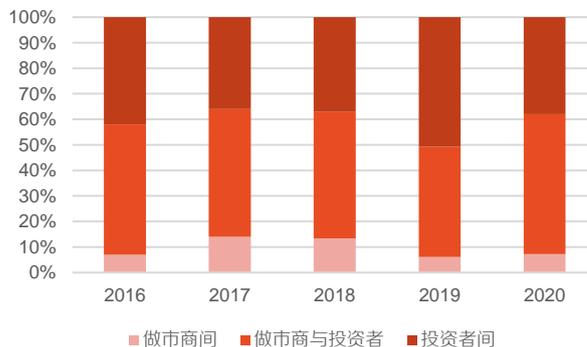
券商把持场内期权主导地位，扮演重要做市商角色。自上证 50ETF 期权推出以来，券商一直占据主导地位。至 2020 年末，券商占据场内股票期权成交量的市场份额高达 79.4%，其中经纪成交量 43.6%，自营成交量 35.8%（主要为做市成交量）。从成交类型来看，2020 年做市商间、做市商与投资者间、投资者间的成交量占比分别为 7.2%、54.9%、37.9%，显示出做市商对于场内股票期权市场的重要流动性供给作用。

图 12: 2015-2020 场内股票期权成交量构成(按业务类型)



数据来源: WIND、上交所、东方证券研究所

图 13: 2015-2020 场内股票期权成交量结构(按交易方类型)



数据来源: WIND、上交所、东方证券研究所

沪深 300ETF 与指数期权上市，场内期权市场迎来扩容。经证监会批准，上交所、深交所于 19 年 12 月上市沪深 300ETF 期权（期权标的分别为华泰柏瑞沪深 300ETF（沪市）和嘉实沪深 300ETF（深市）），中金所也上市沪深 300 股指期货期权，这是我国场内期权市场首次迎来大扩容。2020 年沪深两市的沪深 300ETF 期权共实现成交量 4.6 亿张，与上证 50ETF 期权成交量（5.2 亿张）极为接近，体现出了期权品种扩容后为市场带来显著的增量贡献。

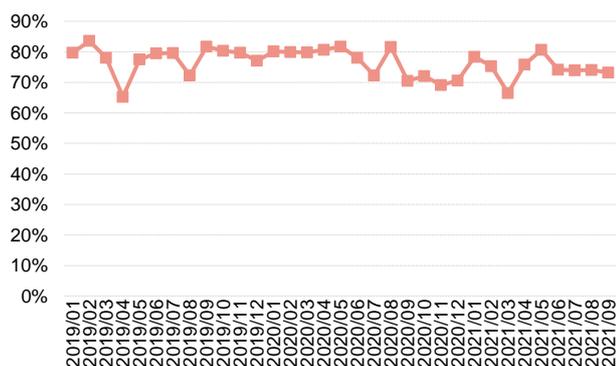
深交所股票期权系列规则落地，个股期权将成为做市商业业务重要的用武之地。深交所于 19 年 12 月发布股票期权 10 项规则 4 项指南，要点：1）合约标的包括 ETF 与个股；2）明确股票、ETF 成为标的的条件；3）期权交易实行熔断制度，触发后进入 3 分钟集合竞价交易阶段；4）实行投资者适当性制度，个人投资者设 50 万元门槛，董监高及持有 5% 以上股份的股东不得买卖该上市公司股票为标的的期权；5）明确股票期权持仓限额，投资者单个合约品种权利仓持仓限额为 5,000 张；6）允许量化交易，需向交易所备案。股票期权规则落地助力深市期权市场平稳启动，为个股期权上市留出空间，并助推 ETF 期权扩容，提升市场交易活跃度。**随着 2019-2021 年科创板、创业板、北交所注册制改革的落地，资本市场融资端改革日趋深入，深交所有望将改革的触角伸向投资领域，而场内股票期权的落地有望成为最重磅的创新改革举措。**

个股期权“千呼万唤”，不仅将更好地满足机构客户的多元化对冲需求，也将有效地平滑券商资产负债表与利润的波动，利好券商自营业务板块。1）股票期权尤其是个股期权一直以来是 A 股的空白地带，市场对此可谓是翘首期盼，期待已久。我们看好明年这一领域有望取得突破性进展，届时将更好地满足公募、社保基金、保险资管等机构投资者大量入市资金的对冲需求，极大地降低投资组合的市场风险敞口，提升持股意愿与持股比例，为机构投资者提供更多投资策略选择，同时有利于引导增量长期资金入市，为 A 股市场注入更多活水。2）对于资金体量较小、专业度较低的个人投资者来说，股票期权的推出将满足风险对冲、套利等多种需求，利于备兑开仓等多种交易策略的实现。3）对于券商，股票期权业务是重要的做市交易类业务，也是重要的机构客户业务，在增厚业绩的同时也将有效平滑资产负债表与券商的业绩波动，提高券商业绩的稳定性与持续成长性，对于头部券商来说尤为如此。

2.1.3. 场外衍生品业务：龙头券商已“分割天下”

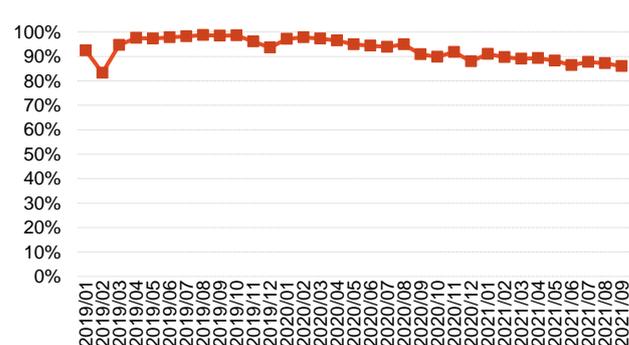
我国场外衍生品发展迅猛，参与券商较多，但集中度非常高。我国场外衍生品以收益互换和场外期权为主，其中，1) 场外期权是当前我国最主要的场外衍生品品种，参与券商较多，但当前场外期权业务集中度较高，2019年1月至2020年9月，各月新增名义本金 CR5 多数保持在 80% 左右，存续名义本金 CR5 则整体保持在 70-80% 的区间范围内。2) 收益互换业务参与券商较少，因此集中度更高，甚至呈现出垄断之势。2019年4月至2021年9月，各月新增名义本金 CR5 保持在 85% 以上。整体来看，我国场外衍生品市场集中度非常高，中信证券、华泰证券、中信建投等头部券商垄断优势明显，并且短期内将依旧保持此行业格局。

图 14：2019/1-2021/9 新增场外期权名义本金 CR5



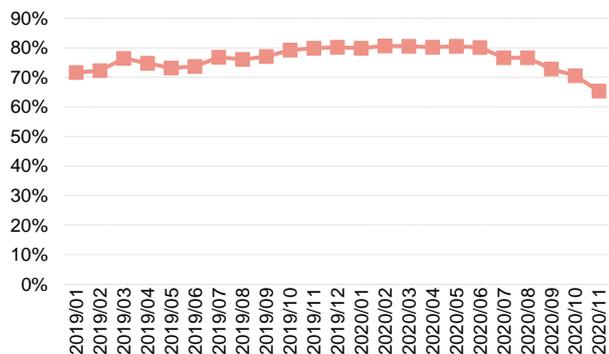
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 15：2019/1-2021/9 新增收益互换名义本金 CR5



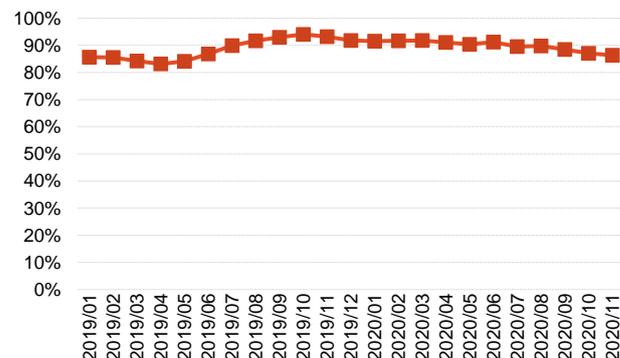
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 16：2019/1-2020/11 存续场外期权名义本金 CR5



数据来源：WIND、东方证券研究所（注：2020/12 起暂停披露）

图 17：2019/1-2020/11 存续收益互换名义本金 CR5



数据来源：WIND、东方证券研究所（注：2020/12 起暂停披露）

龙头券商优势明显，有望强者愈强。1) 衍生品业务属于复杂金融业务，要求券商具备强劲的资金实力，对风险定价、销售等专业实力也提出了更高要求，龙头券商优势明显。2) 监管红利频出，龙头券商有望借助政策引导之势，进一步提升差异化竞争能力，如，在证券业协会公布的场外

期权交易商名单中，仅中金、中信等在内的 8 家 AA 级券商获得一级交易商资格。3) 当前我国券商衍生品业务中，中信、中金始终排名前列。未来，我国衍生品市场仍有较大发展空间，龙头券商得益于自身实力和监管红利，有望把握先机，强者愈强，衍生品业务市场或将逐渐呈现分化格局。

2.2. 交易业务的“定海神针”作用正在逐渐凸显，“两中一华”优势稳固

做市交易业务将成为我国券商未来着重开发的蓝海。以高盛、摩根大通为代表的美国顶级投行采用的都是重资产业务模式，但是与中国券商以自营业务为主不同的是，美国顶级投行的重资产业务以做市商业业务为主。相比于自营业务，做市商业业务更加强调券商的询价定价能力，受系统性风险影响较小，为券商带来的收益也相对稳定，性价比明显更高。A 股历史上尚未推出成熟运行的做市商机制，仅在一些缺乏流动性的地方交易平台尝试过做市商机制。以北交所的设立为契机，将做市商制度正式引入 A 股基础证券市场，同时国内衍生品市场巨大的发展空间也将为做市商制度提供广阔的土壤，因此做市商业业务对于中国券商来说是一片具有极大开发价值的蓝海。

做市交易业务是我国券商自营转型的重要方向，重点利好龙头券商。我国券商自营业务以方向性投资为主，随着自营资产规模的扩大以及权益占比的下滑，表现出了波动性大且投资收益率下行的趋势，在拖累券商中长期 ROE 的同时也成为压制券商板块中长期估值水平的重要制约性因素。自营业务向做市交易业务转型是行业大势所趋。头部券商在资本实力、投研实力、定价能力、风险管理等专业素质方面具备明显优势，且已经抢占转型的先机。同时当前我国场外衍生品采用牌照式管理，仅有一级交易商具备大力发展衍生品业务的资质基础（当前仅有 8 家一级交易商），头部券商在这一业务方面具备明显的护城河。随着我国资本市场做市商交易制度建设的不断发展与完善，头部券商有望快速确立在交易业务领域的显著优势并形成护城河，强者愈强的格局有望最终确立。

表 3: 场外期权一级交易商名单

批次及时间	成员名单			
第一批（2018 年 8 月）	广发证券	国泰君安	华泰证券	中金公司
	招商证券	中信证券	中信建投	
第二批（2021 年 1 月）	申万宏源			

数据来源：中证协、东方证券研究所

部分头部券商已率先开启自营投资由方向性投资向交易导向型业务的转型。当前我国部分头部券商已认识到自营业务转型的必要性，率先开展交易导向型投资业务并不断扩大规模：

1. 中信证券：公司历来是我国券商交易业务的领头羊，在衍生品业务与 FICC 业务方面均处于行业领先地位。

1) 衍生品业务方面，公司是最早大规模开展衍生品业务的券商，公司自营资产中有相当一部分是为了对冲衍生品资产的波动风险的基础资产持仓，使得公司的自营资产风险敞口明显小于行业平均。我们通过观测公司自营投资收益（包含投资收益与公允价值变动）的表现不难看出，基础

资产投资收益与衍生品投资收益的相关系数为-0.97，表现出显著的负相关关系，在一定程度上平滑了公司的投资收益表现，降低了公司业绩的 Beta 属性，提升了业绩稳定性。截至 2021H1，公司权益类衍生品与利率类衍生品合约名义本金分别为 3351.05 亿元、1.66 万亿元，分别排名行业第一和第二。

表 4：2014-2020 年中信证券基础资产与衍生品投资收益呈现明显的负相关关系（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
基础资产投资收益	215.04	222.37	54.87	178.82	-0.39	215.62	551.33
衍生品投资收益	-106.7	-20.81	31.28	-45.65	88.17	-48.69	-366.41
总投资收益	108.34	201.56	86.14	133.17	87.78	166.92	184.92
基础资产与衍生品投资收益相关系数	-0.97						

数据来源：WIND、东方证券研究所

2) FICC 业务方面，公司同样是行业的领跑者。以固定收益交易业务为例，截止至 2021Q3，公司债券交割量达 10.26 万亿元，市占率高达 11.74%，继续保持行业第一位。

2. 中金公司：自营业务历来以交易业务为主，权益占比高，且绝大多数是衍生品对冲持仓。

1) 中金主动管理的自营资产主要是固定收益类，但权益类占比整体高于头部同业。我们用交易性金融资产结构来分析公司投资偏好，2020 年中金以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产达到 2476.1 亿元，其中债权 808.1 亿元，基金 558.7 亿元，股权 1109.2 亿元，同时在股权投资中衍生品对冲持仓达到了 947.3 亿元，占比高达 85.4%。公司股基类占比显著高于可比头部同业，但自营业绩波动性较低。

2) 中金公司自营业务历来主要以交易业务为主，风险敞口较小，一般是与客户做对手方，卖出衍生品的同时买入证券进行对冲，在较低的风险敞口下实现稳定的收益。这一业务的具体结构随市场需求与政策而不断调整，公司布局衍生品业务较早，2014-15 年，中金衍生品业务主要是收益互换类产品，收益互换业务一直稳居行业前两位。随着后续监管加强，公司发力场外期权业务。

3) 在市场普遍下跌的 18 年，中金公司实现了自营收入的逆势上涨，主要体现为衍生品对自营业绩的支撑作用较为明显，公司自营投资逆势正增长源于衍生金融工具收益贡献。

表 5：2014-2020 年中金公司金融投资资产规模（百万元）

金融投资资产	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
可供出售金融资产	434	1,199.40	1,043.10	18,897.40			
股权	413.1	1,198.90	1,032.60	1,300.40			
债权				17,426.10			
基金及其他	20.8	0.5	10.4	170.9			
交易性金融资产	21,653.70	45,459.30	55,154.80	97,011.70	114,784.90	168,191.90	247,605.70
股权	9,739.70	12,476.70	20,904.30	38,930.20	27,192.90	69,689.50	110,920.20
衍生品对冲持仓	9,361.50	8,557.30	20,313.00	37,792.70	23,580.70	62,114.40	94,732.80

债权	10,845.60	20,579.80	20,643.00	46,938.50	67,883.10	76,130.80	80,814.50
基金	1,068.40	12,402.80	13,607.50	11,143.00	19,708.90	22,371.50	55,871.00
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产					35,699.70	28,985.80	37,212.20
债权					35,699.70	28,985.80	37,212.20

数据来源：WIND、东方证券研究所

图 18：2014-2019 年中金公司投资收益结构中衍生品对冲效应显著（亿元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

3. 华泰证券：2019 年开始发力 FICC 与衍生品业务，以期实现自营向交易业务转型。

1) 自 2019 年公司大举进军 FICC 业务领域后，固收类交易业务规模维持行业前列。截止至 2021Q3，公司债券交割量为 7.09 亿元，排名行业第 4。得益于因开展 FICC 业务的固收持仓量的显著增加，固收类自营资产规模在 2019 年实现显著增长。此后同样处于稳定阶段，2021H1 公司固收类自营资产规模为 2208 亿元，环比增长 10%，维持在行业第四的水平。

2) 衍生品业务方面，公司也实现了跨越式的发展步伐，截至 2021H1，权益类合约与利率类合约名义本金分别达到 3259.71 亿元、5145.84 亿元，半年增速分别为 37%、6%，排名均为第 3。此外，公司在场外衍生品业务也取得了较快发展，至 2020 年 11 月公司累计新增收益互换与场外期权名义本金 1.36 万亿元，高居行业第一。截至 2020 年 11 月，公司存续收益互换与场外期权名义本金为 533.99、982.43 亿元，均排名行业第三。

表 6：2020 年 11 月场外衍生品市场名义本金存续情况（亿元）

收益互换		场外期权		合计	
券商名称	名义本金	券商名称	名义本金	券商名称	名义本金
中信证券	1,687.09	中信证券	1,352.56	中信证券	3,039.65
中金公司	1,686.32	申万宏源	1,162.33	中金公司	2,107.67
华泰证券	533.99	华泰证券	982.43	华泰证券	1,516.42
国泰君安	326.84	国泰君安	929.95	申万宏源	1,290.88

中泰证券	243.77	中信建投	875.61	国泰君安	1,256.79
前五合计	4,478.01	前五合计	5,302.88	前五合计	9,211.41
集中度	86.31%	集中度	65.29%	集中度	69.21%

数据来源：WIND、东方证券研究所（注：此数据已不再披露）

3. 多重信号预示大公募基金时代正在降临，重点利好坐拥龙头公募的券商

3.1. 居民财富配置现状：房产挤压金融资产空间，金融资产仍以理财存款为主

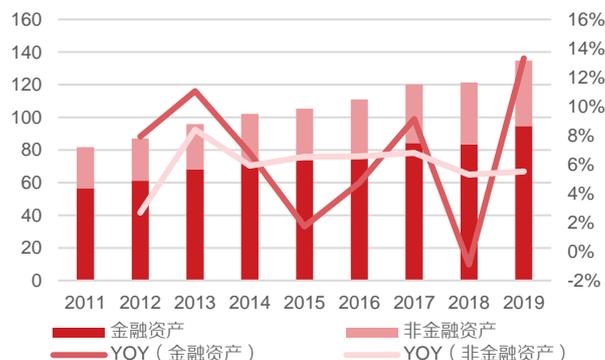
我国居民金融资产稳定高速增长。《中国国家资产负债表 2020》显示，经过 20 年的发展，中国 GDP 已经由 2000 年的 10 万亿元，攀升到 2019 年的接近 100 万亿元；而财富存量由 2000 年的不到 39 万亿元，上升到 2019 年的 675.5 万亿元。2000 年—2019 年，中国名义 GDP 的复合年均增速为 12.8%，社会净财富的复合年均增速为 16.2%。近年来，中国居民无论在金融资产规模还是增速上，都有显著提升。与世界最大的经济体美国相比，虽然在总体规模上还有较大差异，但是增速已经明显高于美国。

图 19：中国居民金融、非金融资产规模(万亿元)及增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

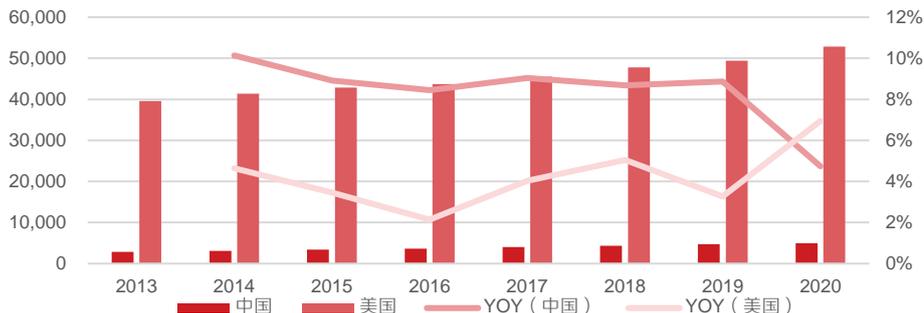
图 20：美国居民金融、非金融资产规模(万亿美元)及增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

我国人均可支配收入快速增加。国家统计局自 2013 年开始统计我国人均可支配收入。我们将 2014 年-2020 年的人均可支配收入与美国进行对比，虽然在总体规模上差距仍然很大，但是，除 2020 年外，我国居民人均可支配收入的增速远远高于美国。我国正处于财富管理时代的起点，2020 年全国人均可支配收入达到 32189 元，城镇居民人均可支配收入达到 4.4 万元，居民理财意识及需求快速提升。

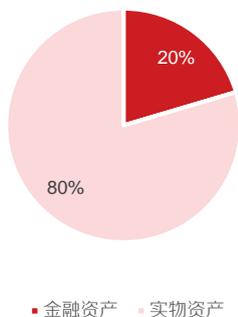
图 21：中美人均可支配收入对比（美元）



数据来源：国家统计局，Wind，东方证券研究所

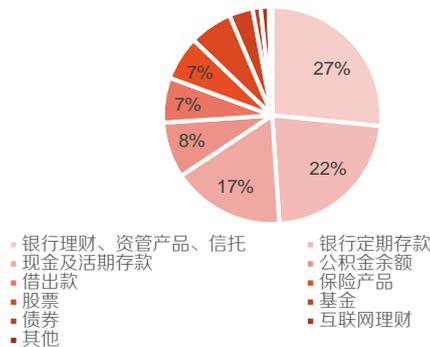
与美国相比，中国居民资产配置结构仍需改善。据《2019 中国城镇居民资产负债调查表》调查显示，截至 2019 年有 99.7% 的家庭拥有金融资产，户均金融资产 64.9 万元，占家庭总资产的 20.4%。与美国相比，我国城镇居民家庭金融资产占总资产的比重偏低，比美国低 22.1 个百分点。同时，我国城镇居民家庭资产以实物资产为主，户均 253.0 万元，占家庭总资产的八成。我国城镇居民家庭的实物资产中，74.2% 为住房资产，户均住房资产 187.8 万元。居民住房资产占家庭总资产的比重为 59.1%。和美国相比，我国居民家庭住房资产比重偏高，高于美国居民家庭 28.5 个百分点。在基金方面，高风险的股票型基金，中国居民的持有率明显低于美国。从中国城镇居民家庭资产构成来看，银行理财、定期存款和现金类占比超过 60%，而股票，基金，债券，包括互联网理财在内的金融资产占比仅有 12% 左右。而美国拥有目前世界上最成熟、最大和最发达的财富管理市场，其居民资产配置结构对我国未来发展有一定的参考性。因此，考虑到资管新规下，银行理财产品走净值化优势不大，券商资管投资能力相对较弱，公募基金未来发展潜力巨大。

图 22：中国城镇居民家庭资产构成



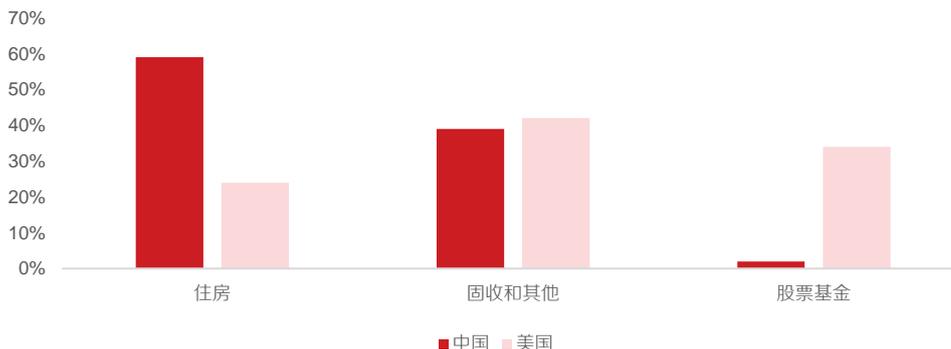
数据来源：《2019 中国城镇居民资产负债调查表》，东方证券研究所

图 23：中国城镇居民家庭金融资产构成



数据来源：《2019 中国城镇居民资产负债调查表》，东方证券研究所

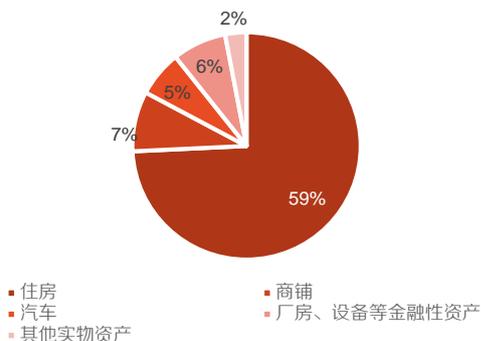
图 24：2019 年中国和美国家庭资产配置对比



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

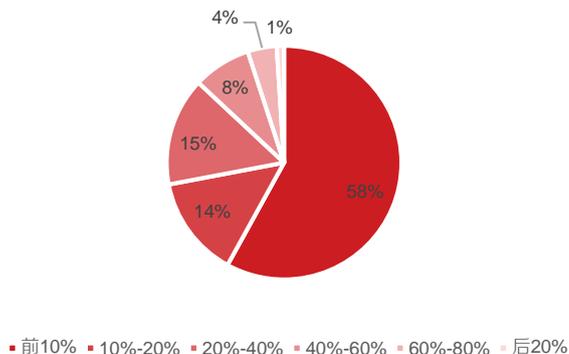
中国家庭对金融资产的偏好或将发生明显提升。金融资产内部构成中，前 20% 居民持有 72.5% 居民总金融资产；户均持有无风险金融资产 35.0 万元，占总金融资产的比达到 53.9%，高于风险金融资产；基金、股票、互联网理财持有比例合计占总金融资产比重为 11.1%；总资产最高的前 20% 家庭的风险金融资产的持有率为 87.9%。总体来看，随着中国迈入全面小康社会，家庭富裕程度普遍提升，我们期待未来金融资产尤其是高风险资产在中国家庭的资产配置中占据更重要的地位。

图 25：居民实物资产持有构成



数据来源：《2019 中国城镇居民资产负债调查表》，东方证券研究所

图 26：中国家庭金融资产分布：按家庭财富量排序

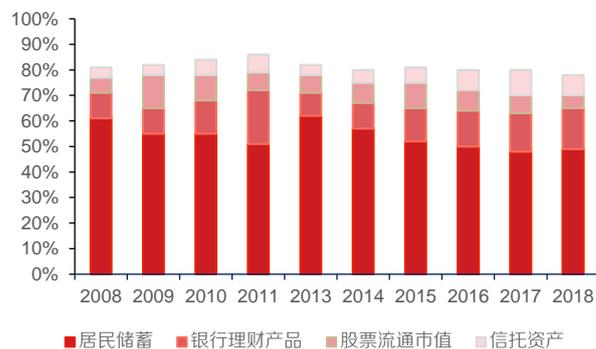


数据来源：《2019 中国城镇居民资产负债调查表》，东方证券研究所

我国未来金融类资管产品市场空间大。我们将建行以及招行的私人财富报告数据进行对比，中国居民持有的可投资资产规模大约在 150-200 万亿。在资产配置方面，建行与招行口径给出的中国居民资产配置比例大致相同，2018 年资管新规实施之前，储蓄和银行理财产品在中国居民金融类资产中占比之和极高。从招行口径来看，截至 2021 年底，中国个人持有的可投资资产总规模将继续增长，有望超过 250 万亿。其中，资本市场类产品在 2018-2020 年的年均复合增长率在 27% 左右，而房地产投资在“房住不炒”政策的调控下，年均复合增长率逐步维持在 14% 左右，因此，未来中国居民在金融类资产配置方面空间广阔。

图 27：中国个人持有的可投资资产规模总额（招行口径）


数据来源：招行，东方证券研究所

图 28：中国个人持有的主要金融资产结构（建行口径）


数据来源：建行，东方证券研究所

3.2. 多重因素助推“财富搬家”效应，财管市场空间打开

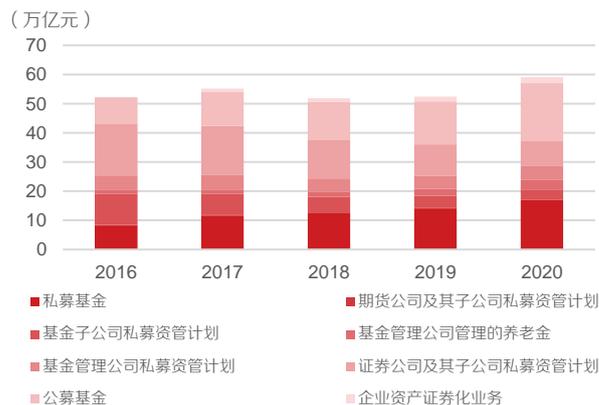
中国居民资产情况折射出几个现象：1）居民投资不均衡：房地产、无风险金融资产仍然是中国居民资产、金融资产中最重要的部分。2）居民理财意识提升显著：居民开始将现金资产投资于基金、保险之中，资产配置结构持续在迁移，居民财富搬家效应凸显。

3.2.1. 资管新规，资本市场深化改革推动财富管理业务从刚兑型向净值型转型

自 2019 年以来，中国的财富管理市场正在发生系统性的变革：底层产品由非标资产向标准化资产转变、由保本产品向净值型产品转变，藉此溯源，下游的资产管理机构和中游的财富管理机构均出现系统性变革，资管业务产品数量和总体存量大幅增加。2019 年以前，财富管理市场上占据主导地位的底层产品是非标和保本产品，因此占主导的资管机构是信托、基金子公司、通道化券商资管和保本型银行理财等。2019 年以来，标准化和净值型产品占比快速提升，公募基金、私募基金、银行理财子公司、主动型券商资管快速崛起。

图 29：资产管理业务总体存量

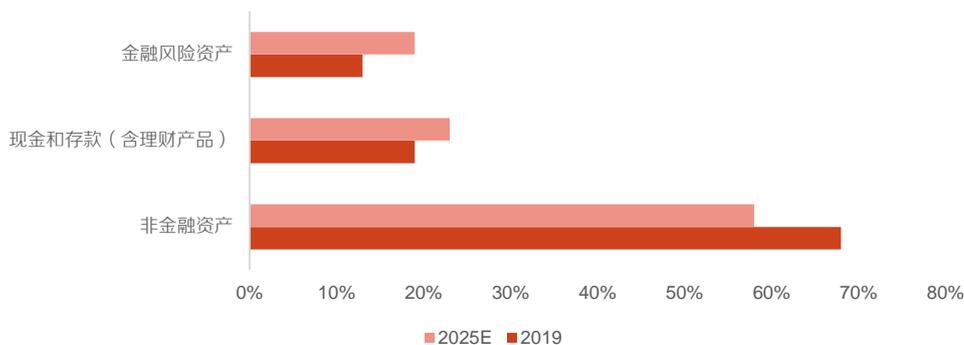

数据来源：中国证券投资基金业协会，东方证券研究所

图 30：近 5 年各类型资产管理业务存量规模变化


数据来源：中国证券投资基金业协会，东方证券研究所

3.2.2. 人均可投资资产增加和金融资产均衡配置下，公募基金有望成为首选

当前，我国的财富管理业务正处于发展的大好势头。增量财富方面，人均可支配收入增加。存量财富上，在国家政策的指引下，房住不炒，打击房地产投机已经成为必然趋势，因此，现有的存量财富也会从房地产资产向金融资产迁移，据 CEIC 基于人口年龄结构所做的测算显示，未来 5 年我国居民在不动产的资产配置上，可能会降低 10% 左右。

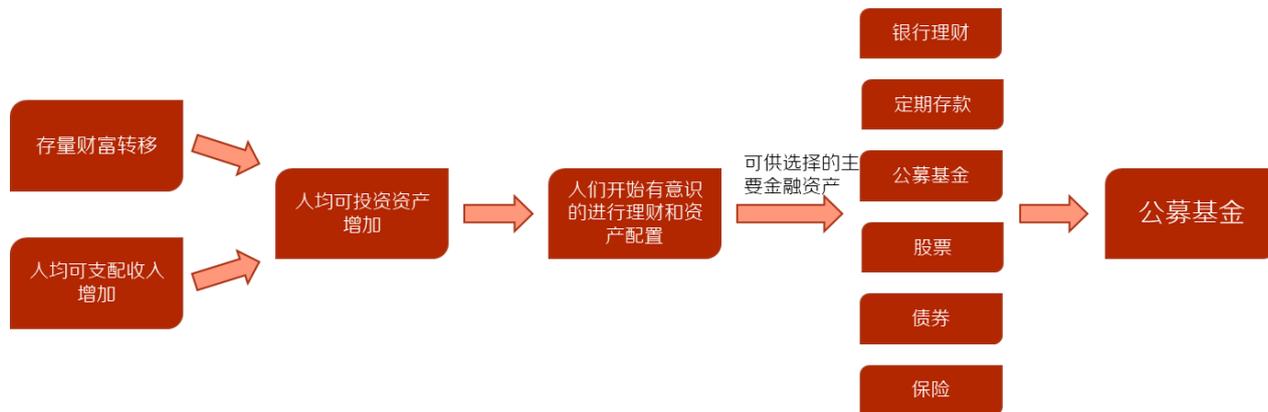
图 31：五年后中国居民预期资产配置


数据来源：CEIC，东方证券研究所

人均可投资资产的增加，使人们开始注重资产配置多样化和有意识的进行理财。当前，在金融资产的配置方面，我国居民仍然以银行理财产品，定期存款和现金为主，低风险的理财占据了比较大的比重，金融风险资产占比很低。这与中国过去较高的无风险收益率有关。在这样的高利率环境下，无风险、低风险的金融资产已经能够满足居民的收益率要求。2018 年资管新规出台后，在净值化转型的大背景下，银行理财等刚兑型产品不再具有优势和很强的吸引力，再加上机构对于投资

的专业性和信息效率更强，公募基金有望在各类金融资产中脱颖而出，成为居民金融资产增配最优的选择。

图 32：公募基金有望成为资产配置“金凤凰”



数据来源：东方证券研究所

3.3. 多重信号预示大公募基金时代正在来临

3.3.1. 基金市场规模提升+结构调整，权益基金成长空间广阔

截至 2020 年，美国基金总体规模为 29.7 万亿美元，20 年复合增速达 7.3%。主要分为四大类，分别是共同基金、ETFs、封闭基金和单位信托基金。其中共同基金、ETFs、封闭基金和单位信托基金分别为 23.9 万亿、5.5 万亿、2790 亿和 780 亿。共同基金占比最大，规模占比达到 80.5%，ETFs 的规模占比为 18.3%，而封闭基金和单位信托基金的规模占比合计在 1.2%左右。

图 33：美国基金总体规模



数据来源：ICI，东方证券研究所

图 34：美国各类基金占比情况



数据来源：ICI，东方证券研究所

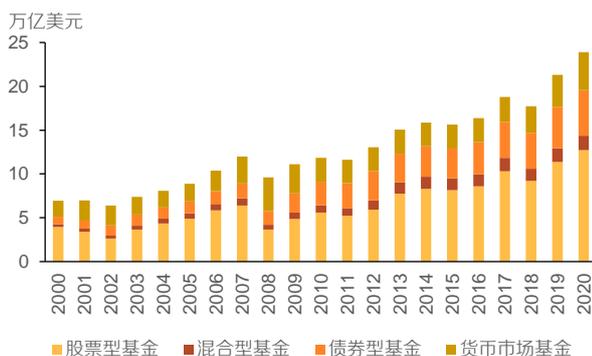
2000 年以来，四类基金总规模呈现大幅上升趋势，其中主要的增长动力来自于共同基金和 ETFs，由于 ETFs 的迅猛增长，其他三类基金的市场份额被不同程度压缩。从市场结构的变动趋势上看，ETFs 的规模占比从 2000 年的 0.9% 扩张至 2020 年底的 18.3%，使得共同基金占比从 2000 年的 96.0% 下降 15.5 个百分点到 2020 年的 80.5%。

与美国相比，中国基金业尚处起步发展阶段。

1) 共同基金（公募基金）

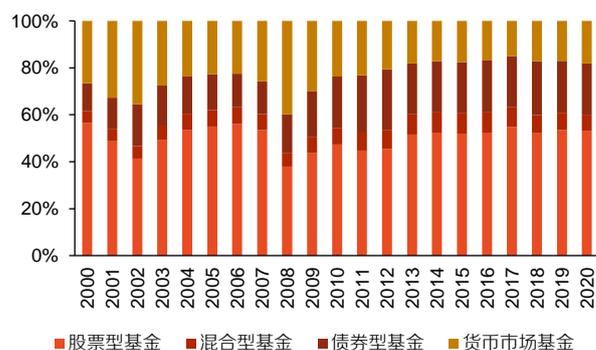
i) 美国：共同基金繁荣发展，权益类基金约五成。2020 年，估计 5870 万家庭中有 1.025 亿美国人拥有共同基金，依靠这些基金来实现个人长期财务目标，比如为退休做准备。美国家庭和机构也将货币市场基金用作现金管理工具。截至 2020 年底，美国共同基金占其基金市场总规模的 80.5%，净资产总额为 23.9 万亿美元，仍然是世界上最大的。其中大部分净资产是长期共同基金，仅股票基金就占美国共同基金净资产的 53%。债券基金是第二大类别，占净资产的 22%。货币市场基金和混合基金分别为 18% 和 7%。持有者结构方面，截至 2020 年底，散户投资者即家庭持有美国共同基金净资产的 89%。散户投资者持有的长期共同基金净资产比例甚至更高，达到 94%。散户投资者也持有 2.7 万亿美元货币市场基金，但这在其持有的 21.2 万亿美元共同基金中只占 13%。

图 35：美国共同基金规模



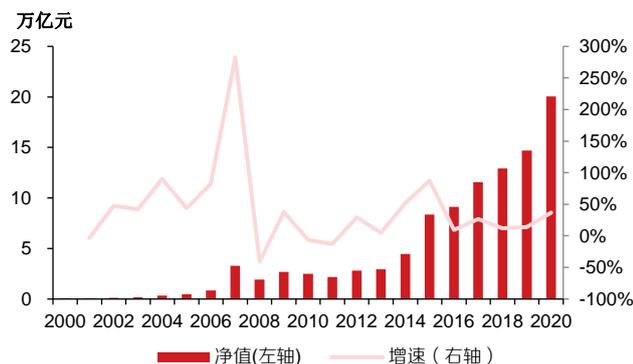
数据来源：ICI，东方证券研究所

图 36：美国共同基金结构



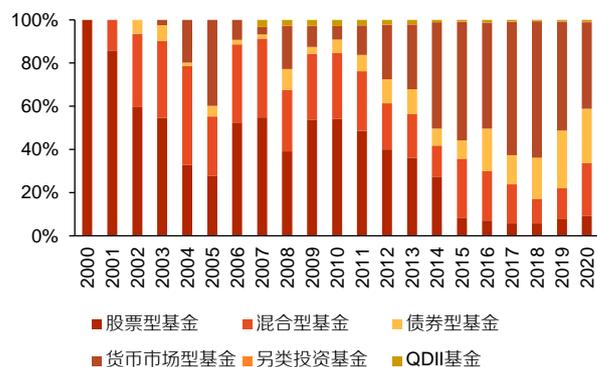
数据来源：ICI，东方证券研究所

图 37: 中国公募基金总体规模



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 38: 中国公募基金结构



数据来源: Wind, 东方证券研究所

ii) 中国: 规模增速较高, 结构仍需改善。2020 年底, 中国公募基金规模突破 20 万亿元大关, 达到 20.06 万亿人民币, 20 年复合增速达 31.5%。其结构中, 货币型基金、债券型、混合型基金均占比较高。其中, 股票型基金规模占比 9.25%, 较美国的 53% 还有很大发展空间; 混合型基金占比 24.6%, 债券类基金占比 25.0%, 货币市场基金占比 40.1%, 另类投资基金占比 0.4%, QDII 基金占比 0.6%。规模变化趋势方面, 权益类与混合类基金占比呈逐年上升态势, 债权类基金自 2019 年开始占比略有下滑, 货币基金自 2018 年达到峰值 63.2% 后一路下滑至 40.1%。与美国相比, 我国公募基金中货币基金占比非常大, 而权益类基金占比较小, 但随着金融市场机构化进程, 以及净值化改革对于权益类基金发展的助推, 权益类基金有望提升比重。

2) 交易所交易基金(ETF)

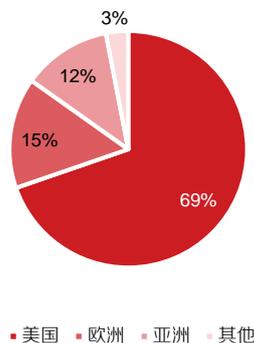
i) 美国: 保持高速增长, 宽基 ETF 占比五成。根据 ICI 数据, 截至 2020 年底, 美国 ETF 市场——拥有 2204 只基金和 5.44 万亿美元的总资产净值——仍然是全球最大的市场, 占全球 7.9 万亿美元 ETF 净资产的 69%, 这主要归功于其市场成熟、401K 养老计划以及买方投顾模式的推动。

ETF 最近越来越受欢迎的部分原因可能是, 越来越多的经纪人和金融顾问在其客户的投资组合中使用它们。2019 年, 全服务经纪人和收费顾问分别有 21% 和 33% 的客户家庭资产投资于 ETF, 较 2011 年的 6% 和 10% 大幅上升。

从投资标的来看, 宽基 ETF 占比最大, 占 ETF 总规模的 48.83%, 全球权益类与债券类比重相当, 分别为 18.88%, 19.33%。从其变动趋势来看, 宽基 ETF 占比逐年下降并逐渐稳定在 45% 至 50% 区间, 行业 ETF 经历波动后稳定在 10% 左右, 全球权益类经历增长后稳定于 20% 附近, 债券类占比保持增长, 目前比重已接近 20%。

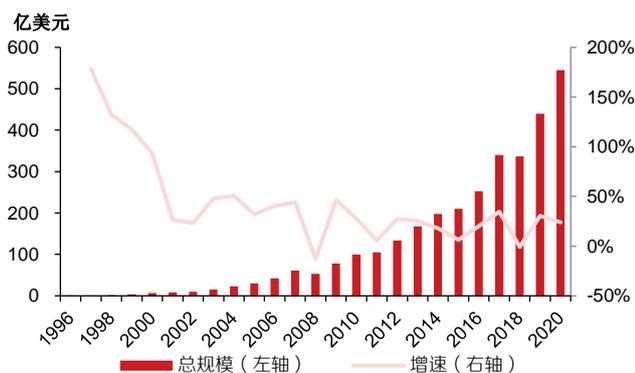
按日计算, 2020 年 ETF 交易量平均占股市交易总量的 26%。此外, 尽管交易所交易基金有了巨大的增长, 但 2011 年后, 它们在股市总交易量中的平均份额仍然相对持平——在 25% 至 27% 的狭窄范围内波动。在市场动荡时期, 随着投资者, 特别是机构投资者转向交易所交易基金, 以快速有效地转移和对冲风险, 交易所交易基金二级市场的交易量无论是从绝对值还是从占股市交易总量的比例来看都在上升。

图 39: 全球 ETF 规模结构



数据来源: ICI, 东方证券研究所

图 40: 美国 ETF 规模



数据来源: ICI, 东方证券研究所

图 41: 美国 ETF 细分情况

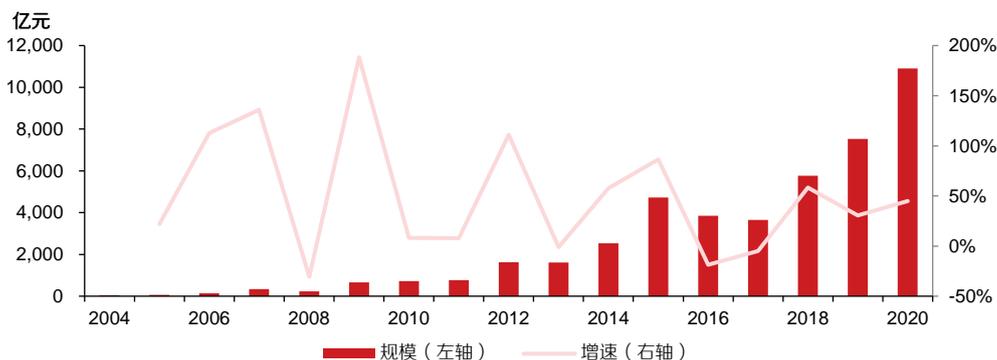


数据来源: ICI, 东方证券研究所

ii) 中国: 规模较小, 尚处发展早期。自 2004 年国内首只 ETF——上证 50ETF 成立以来, 国内 ETF 市场发展已历 16 年, 从最初的蹒跚起步到如今的大发展, ETF 市场走过了一段艰辛又辉煌的路程。纵观 ETF 的发展历程, 国内 ETF 市场主要经历了四次飞速发展:

第一次, 2009 年上证综指全年上涨近 80%, 市场的良好表现带动 ETF 产品迎来第一次大发展, 2009 年末 ETF 的市场规模上升至 662 亿元, 相比 2008 年 230 亿元的市场规模增长 432 亿元。第二次, 2012 年市场首现一批跨市场 ETF 产品, 同年 ETF 市场规模跨过千亿元大关。第三次, 2015 年的牛市行情再次带动 ETF 市场规模增长, 截至 2015 年底 ETF 规模达到 4731 亿元。第四次, 近几年的结构化行情为行业和主题型 ETF 产品提供了新的发展机遇, ETF 市场规模增长较快。2020 年 ETF 新发数量达到 103 只, 是 2008 年以来发行数量最多的年份。

图 42：我国 ETF 规模及增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

截至 2020 年 12 月 31 日，ETF 市场共有 379 只产品，总规模首次跨过万亿元大关，达到 10906 亿元，相比 2019 年增长 45%，约占基金总规模 5%。我国 ETF 仍处于发展初期，发展迅速，无论在规模，还是产品种类方面都具有很大的发展空间。

3.3.2. 中美大类资产收益率演进预示中国将进入大公募“黄金时代”

1) “房住不炒”成为长效机制，抑制资金过度涌入房地产，引导资金多元配置。

从历史来看，美国房价增长态势趋于平缓。美国在第二轮房价上涨结束后居民财富自 80 年代开始向权益市场转移，同时促进了美国证券公司的财富管理转型。在过去 15 年里，美国房价增长远低于中国，剔除通货膨胀的影响，自 1890 年以来至 2016 年 5 月，美国房产价格大约仅上升 62.5%，年复合仅跑赢通胀 0.39 个百分点。从阶段来看，美国房市经历了三个牛市。房价的第一次快速上涨发生在 1942-1955 年，13 年的复合增长率也达到了 4.72%。二战结束后人口的大量增加带来了最直接的住房需求。美国房价的第二次快速上涨发生在 1970 年代和 1980 年代。1976 年初至 1979 年底，房价同比涨幅超过 10%，平均涨幅为 13.19%，但这一涨幅主要是两次石油危机引发的快速通胀所致。从好的方面来说。第三轮在 2000 年至 2006 年，房价上涨的核心可能主要是流动性驱动，美国联邦在 2000 年至 2003 年短短三年内降息 13 次，跌幅达 6.5% 到 2003 年仅 1%，直接促进了房地产市场的繁荣，并为抑制资产泡沫和通货膨胀而上升。

图 43：美国 OECD 房价指数和中国 70 个大中城市二手住宅价格指数对比


数据来源：Wind，东方证券研究所

美国的经验告诉我们房价快速上涨逻辑不可持续。房价上涨的逻辑在近 20 年的中国也是成立的。从长远来看，城镇化和收入增加是过去 10 年房价上涨的最大推动力。首先，从长远来看，房价是对经济冷热的反应，更符合经济和物价上涨。城镇化率高、通胀高企、居民收入增加下流动性宽松是推高房价的主要因素。其中，前两者的上涨相对平稳，而流动性宽松往往会带来泡沫，而从美国来看，在泡沫破灭前，房价涨幅远超物价涨幅。城镇化和收入提升是近 10 多年来房价上涨的最大动力，中国在 90 年代末才开始住房市场化进程，而这正是城市化加快的阶段，城镇化率从 1997 年不到 32% 提升至 2020 年 63.89%。美国的城镇化率超过 65% 以后，房产进一步升值的空间不大，因为主要人员已经在城镇获得住房，在满足基本生活要求之后，人的住房刚需已经被满足。并且美国在 2010 年后房产收益率持续走低的情况下正式伴随着大量资金涌入权益类金融市场的。1998 年美国共同基金账户数目超过 1.19 亿，平均每个家庭拥有 2 个股票账户，到 2001 年三季度，包括退休金、养老金、共同基金等机构投资者占美国公司权益证券的比例达到 47%。

图 44：中国 70 个大中城市二手住宅价格指数增长率 (%)


数据来源：Wind，东方证券研究所

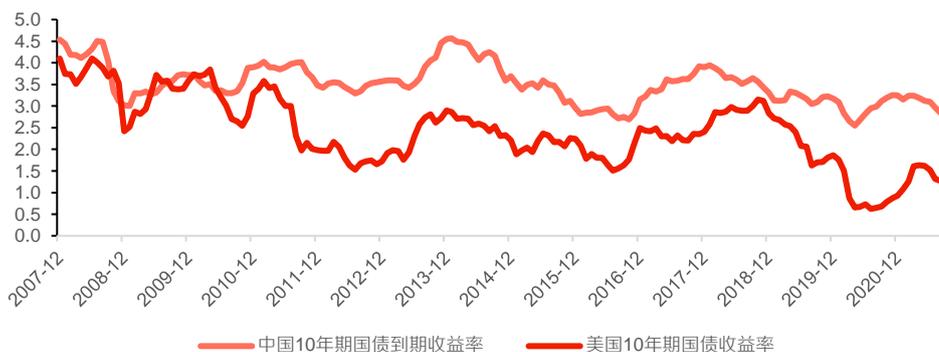
我国正处在美国第二轮房价上涨结束时期，加上房价调控政策持续加强，预计居民财富将加速资产流向权益市场。同样美国历史上也有房产收益率高的时期，随着美国房产收益率下降，美国

居民资产投资实现了向权益类资产投资的转变。中国近期房子收益率持续下降，炒房子最黄金的时代已经过去，房产已经进入存量时代。大公募基金的时代正在快速到来。目前我国正处于居民财富向权益市场转移的时期，财富管理转型是大势所趋。当下我国居民财富总量不断提升，房地产需求日趋饱和，资管新规政策下银行理财预期收益率不断下降，权益市场对投资者的吸引力进一步加强。对标美国资本市场和证券公司的发展历程，我国目前正处于财富管理黄金发展期。与此同时居民财富总量不断上升，资产配置有望向权益市场倾斜我国居民财富总量逐年上升。根据国家统计局数据，我国城镇居民个人可支配收入逐年增加，2020 年达到 43834 元，同比增长 3.48%。随着个人可投资资产持续增长、人口世代交替、投资者经验日渐丰富和更多富有吸引力的新兴数字理财产品涌现，在上述多重因素的综合作用之下，中国居民的现金和活期存款正向更多元化的理财投资逐步转化。个人可投资资产是指剔除房产投资的可投资金融资产。根据 Oliver Wyman 数据显示，中国个人可投资资产规模预计将从 2019 年的 160 万亿元增长至 2025 年的 287 万亿元，期间年均复合增长率为 10.3%。

2) 债权类资产收益率降低，对居民的吸引力下降

中国债券利率中长期下行，利好权益类资产投资。中美国债收益率利变化趋势相似，由于美国经济持续下行，国债收益率下降速度快于我国国债。2020 年中国经济在新冠疫情后的快速恢复，我国国债收益率开始平稳。但是中长期看债券利率持续下行，固收类投资价值持续降低，权益类资产投资优势继续凸显。

图 45：中美 10 年期国债收益率对比 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

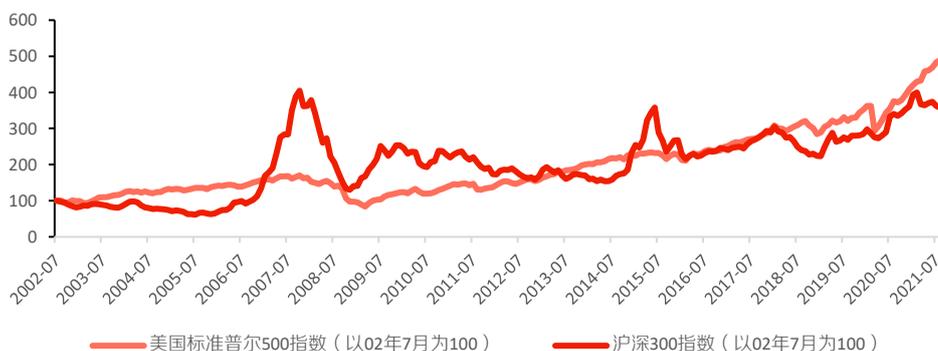
债权类资产吸引力持续降低，公募基金大有可为。居民财富向权益市场转移，资本市场深化改革推动财富管理转型。同时，我国财富管理产品也从保本型产品向净值型产品转变，基金子公司资管规模占比逐步降低，公募基金、私募基金资管产品规模占比稳步升高，进一步助力居民财富流向资本市场；未来中国的股票型基金和债券型基金投资将持续乐观，看好中国未来大公募基金时代。我国目前与美国财富管理发展初期较为相似，经济快速发展，居民理财意识及需求快速提升，同时资管新规打破刚兑、资本市场深改下权益市场吸引力不断提升，我们目前正处于财富管理大时代起点。

3) 中国股市夏普比率低+投资难度大，直接投资股票并不是个人投资者的首选

过去 20 年,标普 500 指数涨幅高于沪深 300 指数。标普 500 从 2002 年 7 月的 904 点到 2021 年 8 月 4424 点,累计涨幅达 389.65%。沪深 300 从 2002 年 7 月的 1392 点到 2021 年 8 月 4970 点,累计涨幅达 256.98%。

中国股市波动率高,对专业化投资能力提出更高要求。沪深 300 指数的波动率明显更高,意味着即使买入沪深 300 指数的 ETF 也有可能面临较大收益率波动,总体收益率没有美国高并且波动率更大。从过去 20 年,中国的股票收益率没有优势,所以这就是过去居民较美国居民更少投资权益类基金的原因,而且过去可支配收入低。但是中国 2020 年已经全面进入小康,人均可投资资产进一步增长,在房地产投资收益持续降低的背景下,预期公募基金会在接下来 10 年得到快速发展。

图 46: 中美股市收益率对比

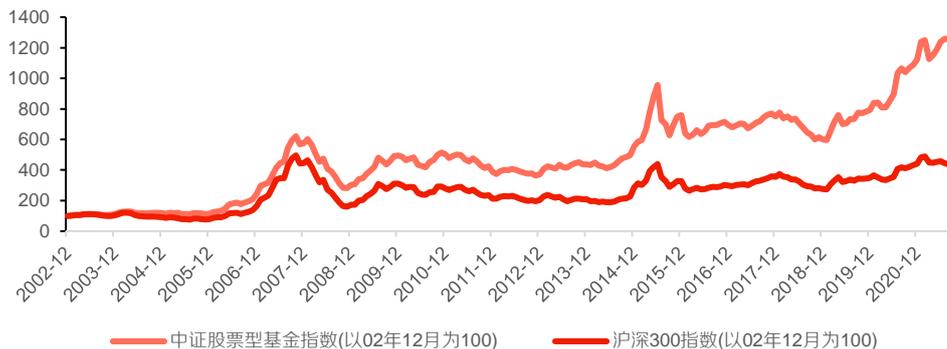


数据来源: Wind, 东方证券研究所

4) 长期来看,机构投资能力明显强于散户

机构投资者投资收益表现明显优于个人投资者,助推 A 股市场机构化趋势。A 股的夏普比率明显低于美国,且整体收益率偏低,赚钱效应较差,对于个人投资者来说,投资难度较高。从数据过往来看,公募基金的收益率是比散户高的。这是因为一方面机构比散户有更强的投资能力、风控能力,另一方面机构还拥有更多信息资源优势,因此机构明显具有更强的定价权。A 股市场当下正处在一个投资机构化的趋势,比起直接炒股购买基金显然是更加适合于大多数个人投资者的选择。

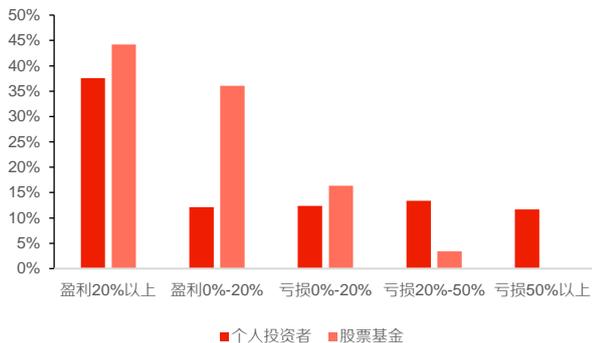
对于个人投资者而言,基金可以实现高效率的分散化专业投资,降低个人投资者因为信息不足和非理性投资而导致的资源浪费。投资基金是有效实现社会分工、是个人投资者低成本参与资本市场和分享经济增长的理想途径。

图 47：中证股票型基金指数和沪深 300 指数涨幅对比


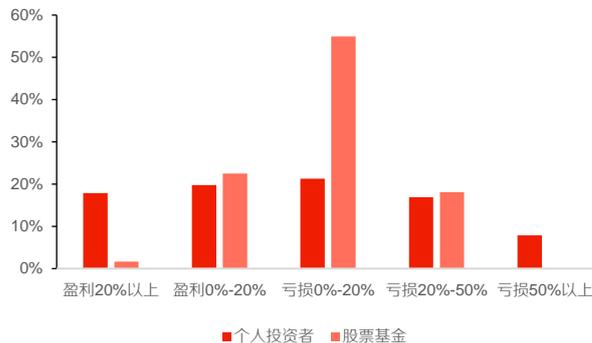
数据来源：Wind，东方证券研究所

机构投资者更理性，能保持高收益同时有很强抗风险能力。2015 年，沪深 300 收益率为 5.6%，80%以上基金实现盈利，且 40%以上基金盈利幅度超过 20%，仅 3.4%基金亏损幅度超过 20%；同期实现盈利的个人投资者比率为 49.7%，25.1%的个人投资者亏损幅度超过 20%，11.70%的个人投资者亏损幅度甚至超过 50%。2016 年，沪深 300 指数下跌 11.28%，在市场整体下跌的情况下基金表现出较好的防御特征，大部分产品收益水平集中在小幅亏损区域，回避极端情况的效果明显。相比之下，个人投资者盈利水平分布更加分散，虽然取得正收益的个人投资者也不少，但是近 8%的投资者亏损幅度超过 50%，对这部分投资者的长期收益带来极大的负面影响。

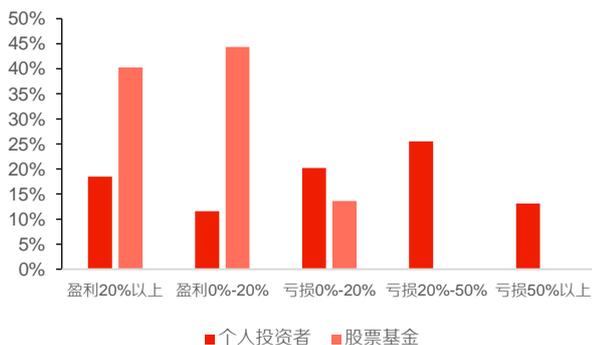
历史数据表明机构投资者的投资能力明显强于个人投资者。回望历史，绝大多数年份，机构投资者的收益率明显好于个人投资者。2017 年，沪深 300 指数上涨了 21.78%，近 85%基金实现正收益，40%以上的产品获利超过 20%，亏损最多的产品下跌幅度也不超过 20%。反观个人投资者，问卷显示仅三成实现了净收益，亏损幅度在 20%~50%之间的个人投资者占到所有投资者的 1/4，更有超过 13%的投资者亏损 50%以上。2019 年，资本市场全面回暖，沪深 300 指数取得了 36.07% 的上涨。股票型基金表现出了卓越的收益创造能力，4 成以上的产品盈利超过了 20%，且 95% 以上的产品实现正收益。个人投资者方面，实现盈利的仅有 25.6%，仅有不到 1 成投资者表示其当年盈利超过 20%。有接近 75%的投资者并没有实现盈利，其中更有 3 成的投资者表示其亏损超过了 50%。

图 48：2015 年基金与个人投资者投资能力对比


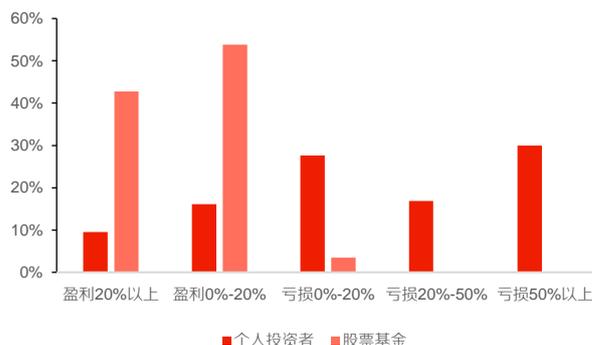
数据来源：2015 年度新浪投资者调查问卷、东方证券研究所

图 49：2016 年基金与个人投资者投资能力对比


数据来源：2016 年度新浪投资者调查问卷、东方证券研究所

图 50：2017 年基金与个人投资者投资能力对比


数据来源：2017 年度新浪投资者调查问卷、东方证券研究所

图 51：2019 年基金与个人投资者投资能力对比


数据来源：2019 年度新浪投资者调查问卷、东方证券研究所

2019-2020 年是中国大公募“黄金时代”的开端。2020 年，公募基金呈现资金净流入状态，延续了 2019 年资金净流入的态势。货币基金在收益下滑、监管政策控制等多重因素的影响下资金流出加剧，而权益类基金资金流入增幅较大，持续看好未来中国公募基金行业。

综上所述，借鉴美国资本市场的发展历程，目前我国正处于财富管理黄金发展期，权益类基金将成为我国居民未来资产配置的首选。1)“房住不炒”的概念越来越普及，曾经的炒房热一去不复返。当前我国居民资产配置中，虽然房地产仍是大头，但是政府的抑制房价政策日益常态化，房地产投资收益率大幅度下降。居民资产配置中房地产投资的比重将不可避免地逐渐下降，而金融投资资产规模却将不断增加。2)资管新规政策下银行理财预期收益率不断下降，权益市场对投资者的吸引力加强。当前中国步入大公募的黄金时代。当前居民财富总量已不断累积并持续增长，配置结构也有很大的调整优化空间。参照美国经验，未来我国权益基金市场仍有较大的成长空间。3)当前 A 股市场夏普比率极低，市场具备较多的不确定性，对于绝大多数个人投资者来说“买基金”优于“炒股票”。相对于成熟的金融投资机构，我国散户在股票基金方面的投资能力较弱。同时政策、监管层日益重视基金的财富管理功能，资本市场深化改革加速推进财富管理转型。基金公司服务居民财富管理能力提升，财富管理转型已初见成效。政策有意壮大管理人队伍，支持资产管理机

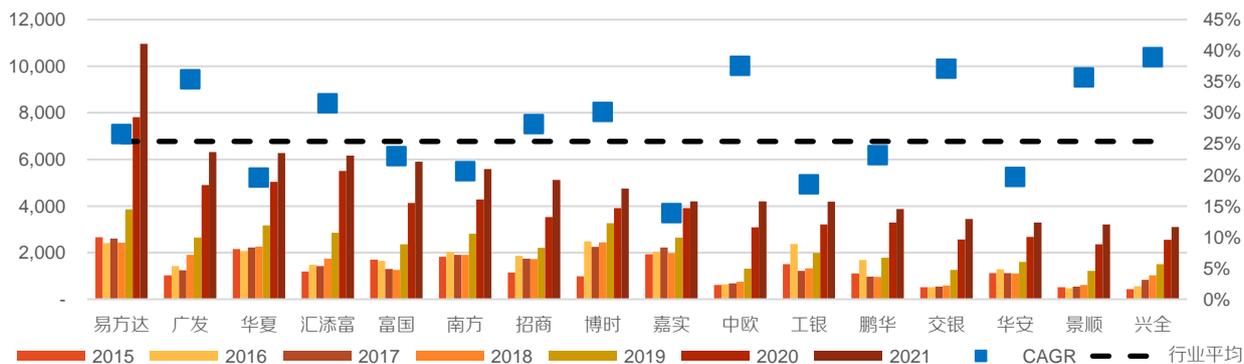
构发展，充分发挥机构的专业优势。公募基金受益新发权益类基金的火爆而快速壮大。综上，权益类基金在大类资产配置中的空间与重要有望显著提升，并有望成为更多居民的投资首选。

3.4. 我国基金公司增长进入快车道，竞争格局尚不明朗+分化加剧

1) 基金管理规模

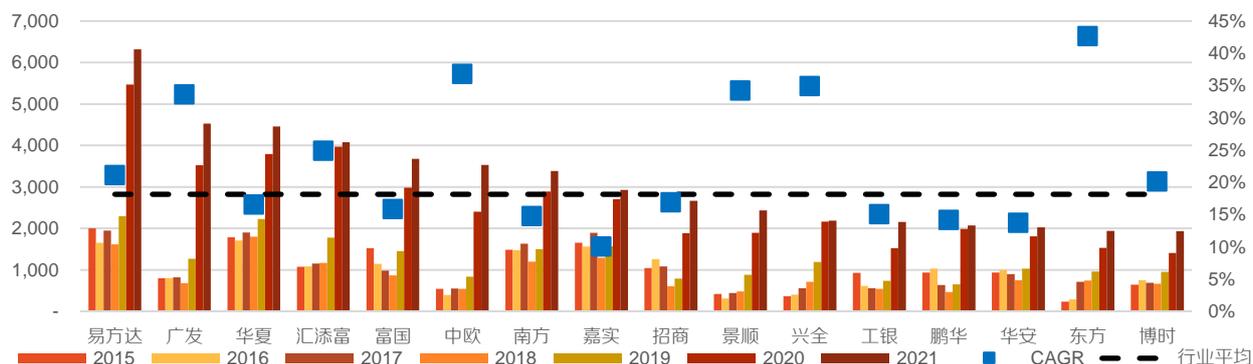
我国基金管理规模增速高，易方达龙头地位稳固，中欧基金增速较快。2015年末至2021年11月，我国非货币基金/股票混合基金的行业平均CAGR分别为25.4%/18.14%，5年来行业增速维持高位。我国非货币基金管理规模前三分别为易方达基金/广发基金/华夏基金，AUM分别为1.1万亿/6309亿/6268亿元，2015年来CAGR分别为26.57%/35.38%/19.56%。而股票混合基金方面，规模前三与非货币基金相同，AUM分别为6321/4525/4459亿元，CAGR分别为21.1%/33.6%/16.5%。其中易方达基金龙头地位稳固：从2015年至今稳定排名行业第一。易方达在两大基金板块的管理规模都与其他基金拉开了较大差距，尤其是在非货币基金方面AUM领先第二名广发基金接近100%，且年复合增速维持在行业平均水平线之上。值得一提的是，中欧基金在非货币基金和股票混合两个类别中增速都处于领先地位，CAGR在管理规模前十的基金中均为第一，分别为37.5%/36.8%。

图 52: 非货币基金 AUM (亿元)



数据来源：Wind、东方证券研究所

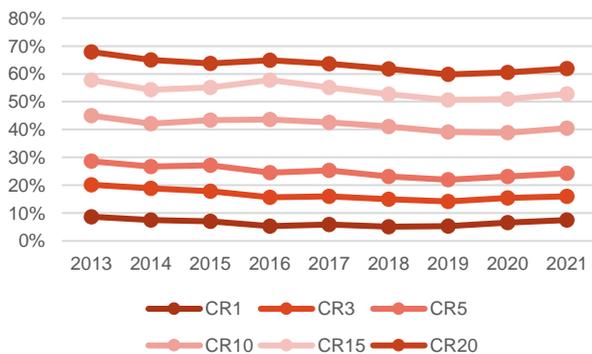
图 53: 股票+混合基金 AUM (亿元)



数据来源: Wind、东方证券研究所

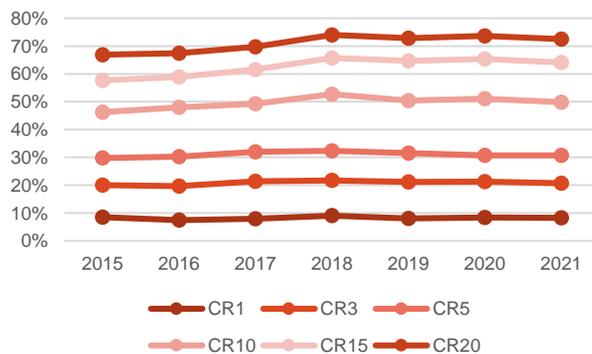
基金公司群雄逐鹿，集中度无明显提升，且尚未形成稳定的头部集团。非货币基金在经历了早年的集中度下滑后，近年来整体呈上行趋势。2019-2021 年，头部基金集中度上行趋势已经显现，CR1/CR3/CR5 分别从 5.3%/14.2%/22% 上升至 7.5%/16.1%/24.3%；且前 20 基金的 AUM 也均在 2020 年出现拐点趋势。股票混合基金近 6 年来集中度未呈现明显趋势，CR1/CR3/CR5 分别在 10%/20%/30% 的水平线上下波动。而在 Top5 中，除易方达基金管理规模一骑绝尘以外，其他公司 AUM 均无明显差距，且未能显著领先 CR6-10 从而形成稳定头部集团。我国基金公司竞争格局尚不明朗。

图 54: 非货币基金 AUM 集中度



数据来源: Wind、东方证券研究所

图 55: 股票+混合基金 AUM 集中度



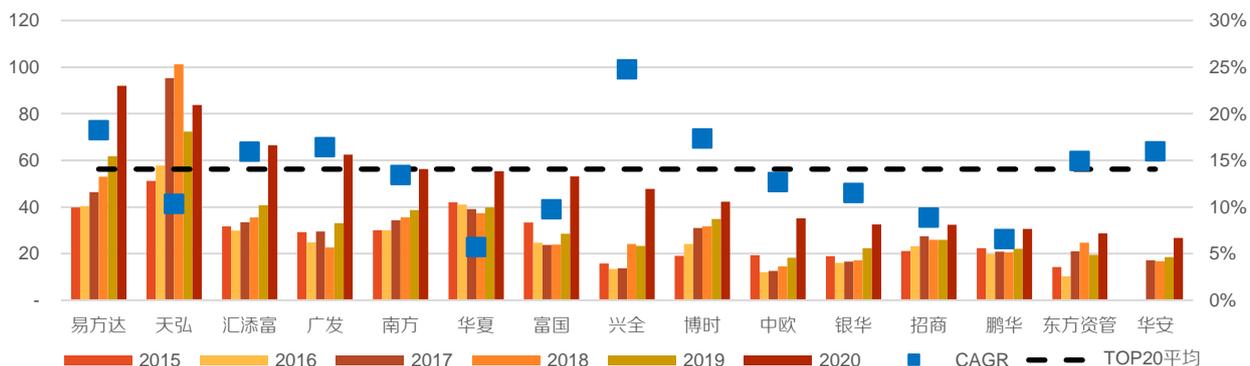
数据来源: Wind、东方证券研究所

2) 主要业绩数据

营业收入方面，头部公司与其他公司拉开差距，且增长态势良好。2020 年，我国基金公司营业收入前二分别为易方达/天弘，营收总额分别为 92/84 亿元，大幅领先第三名汇添富的 66 亿元。从发展趋势来看，除去天弘因基金结构不同导致的差异外，收入前三的公司均维持较高的增长水平：2015 至 2020，易方达/汇添富/广发的 CAGR 分别为 18.2%/15.9%/16.4%，均高于行业平均水准，

有望进一步拉开差距。除此之外，我国 Top10 基金公司中，兴证全球和博时的营收水平增速也较为显著，年复合增长率分别为 24.8%/17.3%，发展趋势较为乐观。

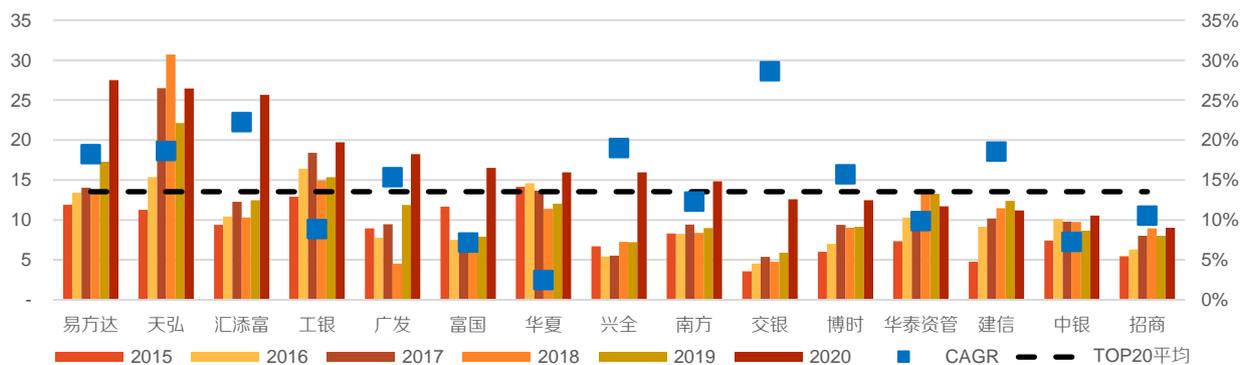
图 56: 基金公司营业收入 (亿元)



数据来源: Wind、东方证券研究所

利润方面，Top3 与其他公司也有差距，且增长态势显著高于行业水平。2020 年，我国基金公司净利润前三分别为易方达/天弘/汇添富，净利润总额分别为 27.5/26.4/25.7 亿元。对比其他基金公司，Top3 净利润均高于 25 亿，形成第一集团，有较为明显的优势。从发展趋势来看，净利润前三的公司均维持较高的增长水平：2015 至 2020，易方达/天弘/汇添富的 CAGR 分别为 18.2%/18.6%/22.2%，均显著高于行业平均增速 13.5%。除此之外，我国 Top10 基金公司中，广发/兴证全球/交银的利润水平增速也较为显著，年复合增长率分别为 15.4%/19%/28.6%，发展趋势较为乐观。

图 57: 基金公司净利润 (亿元)

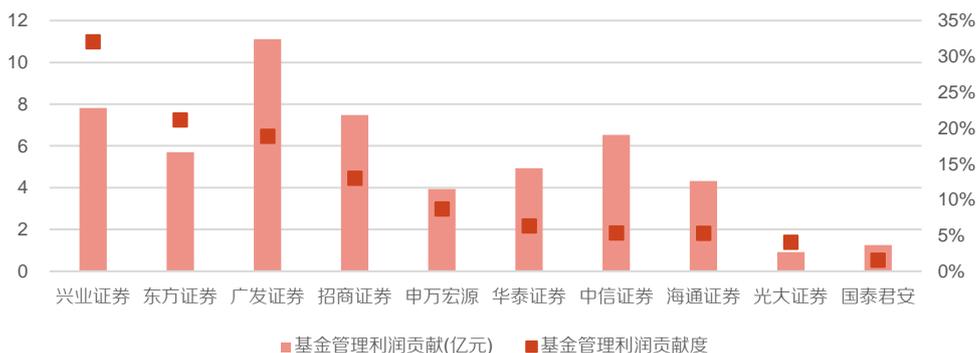


数据来源: Wind、东方证券研究所

3) 基金管理贡献度

从基金管理贡献度来看，前三位分别为兴业证券、东方证券和广发证券。其中兴业证券得益于兴证全球基金近两年的激增与南方的稳定表现，2021H1 基金管理业务净利润为 7.82 亿元，贡献公司净利润总额的近 1/3 (32%)。与此同时，基金管理业务作为东方证券重要发力点之一，2021H1 为公司贡献了 21% 的净利润，贡献度行业排名第二。而广发证券背靠全国基金管理规模最大的两家基金公司易方达和广发基金，基金管理业务净利润是当之无愧的行业第一，2021H1 基金管理净利润贡献为 11.1 亿元。广发证券基金管理业务占公司净利润的 19%，排名行业前三。

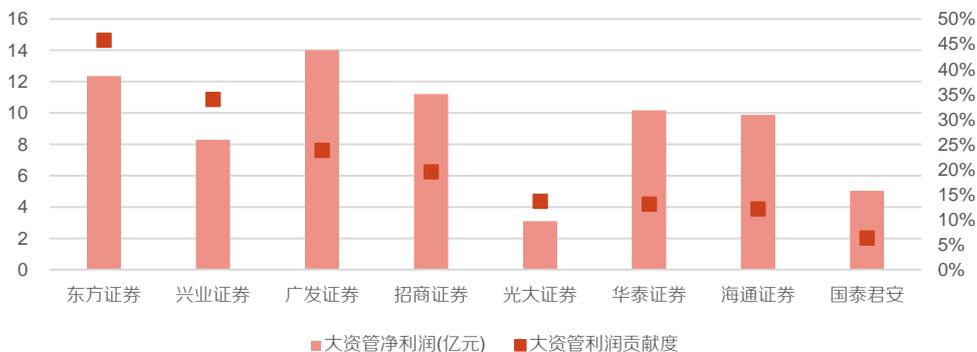
图 58：基金管理净利润贡献（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

从整体大资管的角度来看，贡献度前三位分别是东方证券、兴业证券和广发证券，2021H1 大资管业务分别贡献公司净利润的 46%/34%/24%。东方证券在自营资管和基金管理双端齐发力，凭借汇添富和东方资管的优异表现，2021 公司大资管业务净利润为 12.35 亿元，而贡献度更是达到了一枝独秀的 46%。除此之外，兴业证券和广发证券的大资管业务占比也处于行业高位，2021H1 利润贡献度分别为 34% 和 24%，贡献额分别为 8.3 亿元和 14 亿元。

图 59：大资管净利润贡献（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

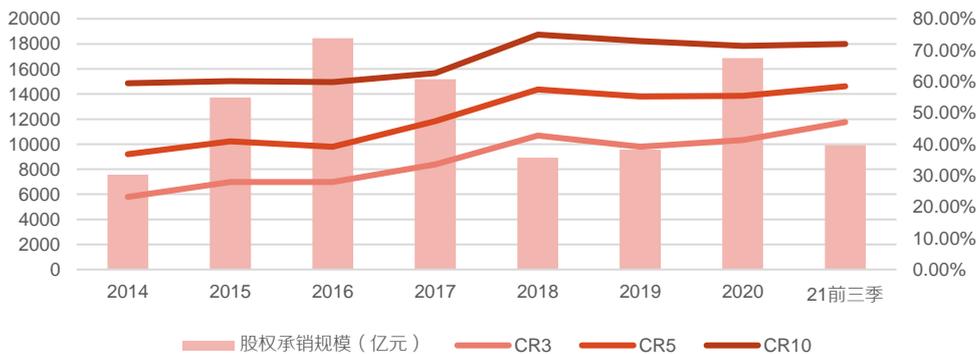
公募基金公司上市遥不可期，投资持股券商成为大公募逻辑兑现的唯一方式。考虑到 A 股并无上市基金公司标的，轻资产模式对上市融资的需求有限且仅有的少数基金公司上市申请也处于停滞状态，因此短期内难以看到基金公司标的上市，投资持有基金公司股权的券商就成为了兑现大公募逻辑的唯一方式。

4. 注册制改革持续深入，继北交所后主板市场将成为注册制改革的下一战场

4.1. 注册制下龙头优势明显，投行集中度望持续提升

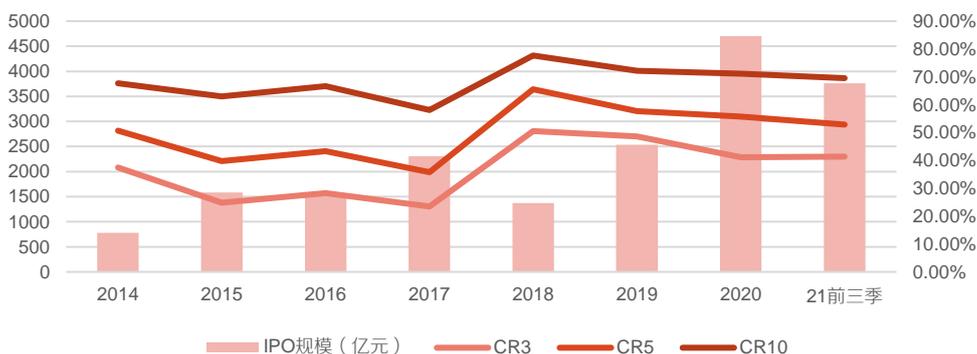
1) 我国券商投行大投行转型与升级的背景下，龙头券商投行优势显著，头部集中化趋势明显。随着近年来我国券商投行大投行业务的转型与升级，我国券商投行业务出现了明显的强者愈强、头部集中化的趋势。虽然近年来我国券商投行股权承销（IPO、再融资）规模出现了明显的起伏波动，但是股权承销集中度却持续上行，CR3 由 2014 年的 23.2% 提升至 2021 年前三季度的 47.0%，CR5 由 2014 年的 36.8% 提升至 2021 年前三季度的 58.5%，CR10 由 2014 年的 59.4% 提升至 2021 年前三季度的 71.9%。相较于整体股权承销规模的大幅波动，IPO 承销规模则呈现出增长趋势，但是无碍其集中度的整体向上趋势，IPO 业务 CR3、CR5、CR10 分别由 2017 年低点时的 23.5%、35.8%、58.1% 提升至 2021 年前三季的 41.4%、52.9%、69.5%。

图 60：2014-2021 年前三季券商投行股权承销规模（IPO、增发与配股）与集中度



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 61：2014-2021 年前三季券商投行 IPO 承销规模与集中度



数据来源：WIND、东方证券研究所

2) 注册制下马太效应加剧，龙头优势明显。注册制改革或将加速券商投行业务集中度的提升。随着 A 股全面注册制改革的持续深入，龙头券商投行有望不断巩固与提升其优势地位。

同时，随着注册制的推行，市场对投资者的专业性要求变高，个人投资者交易难度加大，转向委托机构投资者进行投资交易，机构投资者交易占比提升。于投行而言，随着发行上市门槛的逐步降低，大量初创企业和未盈利企业上市，以及企业退市数量增加，资本市场的投资风险大幅提升，机构投资者占比不断提升，证券承销的难度也随之加大。因此，券商投行需不断提升其销售与撮合能力，并持续发展、完善与维护其机构客户资源，这一点对于那些未实现盈利、采用特殊股权架构的 IPO 项目尤为重要。

4.2. “投资+投行”大投行模式将是券商转型的重要方向

1) 投行将从通道发行回归定价与销售本源，投行业务将呈多元化。证券公司需要具备卓越的综合服务能力，并基于此能力打造“投行+PE”的新商业模式。注册制推行有望提高发行审核效率，股票上市和退市市场化，发行定价理顺和“壳价值”消失，企业的融资不再单纯以股份公开上市为目的，更多是基于产业需求、公司发展阶段和资金运用考虑，促进投行业务多元化。

2) 投行将向“投资+投行”的大投行模式升级。传统投行业务中，券商投行扮演的是通道的角色，提供的综合服务非常有限，缺乏对相关业务的立体式开发以及对客户的持续跟进服务。注册制的实行下，我国券商投行应当加速业务模式的转型与业务结构的重塑，促进自身综合性大投行业务转型与升级，摆脱传统通道业务束缚，加速 IPO、增发、直投等子业务的融合，加强各业务部门之间的合作与协同，同时不断提升价值发现/定价能力、撮合交易能力、投资能力以及销售能力等专业素质，并不断增强资本实力以满足“投资+投行”新业务模式的重资产需求。

3) 注册制改革下，打造大投行业务生态、开展综合金融服务是我国券商投行战略选择的不二方向。我国多层次资本市场体系建设与注册制改革是相辅相成的，都是旨在提升资本市场与券商投行对实体经济尤其是新经济发展的支持力度，也将倒逼券商投行摆脱过去单一的通道服务模式，转而向综合企业金融服务转型，发展新的投行与投资联动的业务模式，尤其对于龙头券商投行来说。

从相对早期的一级市场直投，到 IPO 承销保荐与项目跟投，到中后期的再融资、并购重组、债券发行与承销，再到贯穿企业生命周期始终的股票质押、两融、做市交易等创新业务，龙头券商投行均可以发挥其在专业能力与资本实力等方面的优势，最大限度地挖掘出企业客户的价值，打造出全面与成熟的大投行业务生态，不断提升投行业务综合能力与盈利能力。

4.3. 北交所带来增量业务，改革触角或将延伸至主板市场

北交所为创新中小而生，以更好地服务于创新中小为己任。9月2日，习近平主席在2021年服贸会致辞中宣布，继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北交所，打造服务创新型中小企业主阵地。总体平移精选层各项基础制度，坚持北交所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北交所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。北交所希望达成三个目标：i) 构建一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排；ii) 畅通北所在多层次资本市场的纽带作用，形成相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径。iii) 培育一批专精特新中小企业，形成创新创业热情高涨、合格投资者踊跃参与、中介机构归位尽责的良性市场生态。

北交所诞生，是我国建立多层次资本市场的重要一环，有利于更高效、更便利地搭建起链接一二板与三板市场的桥梁。作为国家主席习近平在中国服务贸易交易会全球服务贸易峰会上发表视频致辞时提出的重要举措，其重要性和意义有三：1) 促进 A 股市场达成更加完善与合理的区域布局，北交所将与上交所、深交所一道形成我国交易所地理区域布局“北中南”的三足鼎立之势，将有利于更好地服务于北方的上市公司与扶持北方新经济的快速发展；2) 北交所与沪深两所互为补充、良性竞争。上交所科创板扎根长三角，定位硬核科技，深交所创业板扎根粤港澳，定位成长型创新创业企业，北交所衔接新三板扎根京津冀辐射整个北方地区，定位专精特新“小巨人”。北交所与沪深两所既能互相补充，填补资本市场全方位服务实体经济的不足之处，又能形成良性竞争关系，促进我国资本市场更加全面高效发展，更好地服务于实体经济。3) 北交所将激活新三板，并助推我国资本市场更好地发挥为科技创新提供不竭动能的重要职能。北交所将显著提升新三板企业的流动性与估值，并提升对专精特新企业的吸引力，也为更多中小企业提供优质的直接融资渠道，更好地实现资本市场支持科技创新的重要职能。

北交所的开始带给券商多业务条线受益。新三板精选层升级为北交所之后，将带来流动性、吸引力以及估值水平等多个方面的提升，券商多业务条线受益：i) 券商新三板条线的最重要业务就是投行业务，包含了精选层企业的承销保荐业务、新三板挂牌企业的持续督导与挂牌推荐业务以及挂牌企业的并购重组等业务（业务详细现状见正文）；ii) 新三板条线的第二个重要业务是做市商业务（主要体现为投资收益）；iii) 随着转板通道日益通畅，新三板企业尤其是精选层企业的直投业务也是重要的获利方式，iv) 此外，北交所建立也将为券商带来更多的转板上市企业，利好传统投行业务。

券商尤其是具备特色竞争优势的券商有望在投行、交易、直投等业务方面增收，北交所 2022 年为证券行业带来的业绩增量有限。目前首批上市公司总市值约 3000 亿元左右，对于券商交易量贡献有限。从投行业务来测算，参照科创板、创业板一年 100 家左右的上市标准，假设 22 年上市 80-100 家，预计贡献增量投行业务收入 32-50 亿元。中小企业是我国经济体系中最具活力的一部分，我们认为随着北交所的成立，转板和挂牌创新层的企业数量有望快速扩容，有助于资本市场在服务中小企业、引领科技创新中发挥更大作用。北交所的成立后资本市场参与热情将进一步激活，

除了券商投行业务，未来市场交易、直投等各项业务都有望跟进，整体利好券商基本面。北交所定位于创新型中小企业，其特征是高收益与高风险并存，对于券商的产业研究和投资定价能力有更高要求。

随着 11 月 15 日北交所正式开市，客户储备占优的开源证券、申万宏源等的收益预期或将逐步落地。据大象投顾的数据显示，2021 年北交所后续预备上市公司共有 223 所，其中排第一位的是开源证券，有 26 个项目预备上市；第二位是申万宏源，有 19 个项目预备上市；第三位是东吴证券，有 11 个项目预备上市。随着北交所上市保荐过程的推进，客户资源优秀的券商将迅速将优势转化为收益。

表 7：北交所后备项目保荐机构排行

排名	保荐机构	项目量
1	开源证券	26
2	申万宏源保荐承销	19
3	东吴证券	11
4	财通证券	10
5	东北证券	9
5	兴业证券	9
7	中国银河证券	6
8	安信证券	5
8	东莞证券	5
8	国融证券	5
8	国元证券	5
8	华西证券	5
8	首创证券	5
8	太平洋证券	5
8	中泰证券	5
8	中信建投证券	5
17	华福证券	4
17	天风证券	4
17	中德证券	4
20	东兴证券	3
20	光大证券	3
20	华安证券	3
20	华英证券	3
20	九州证券	3
20	西南证券	3
20	长城证券	3
20	长江证券承销保荐	3

数据来源：大象投顾、东方证券研究所

我国注册制改革有望延伸至主板，利好投行业务优势券商。注册制改革是完善要素资源市场化配置的重大改革，也是发展直接融资特别是股权融资的关键举措。2018年11月宣布设立科创板并试点注册制以来，我国股票发行制度向着注册制迈出第一步。2019年，科创板在上交所开市，注册制试点正式落地。2020年，深交所创业板开启注册制试点。而随着2021年11月15日北交所开市并试点注册制，我国注册制正式进入深水区。从结果的角度看，2021年是中国资本市场试点注册制的第三年，随着科创板、创业板注册制试点先后平稳落地，注册制下的上市公司合计超560家，合计融资6000多亿元。而试点也达到了预期目标：支持科技创新的示范效应初步显现；制度改革的‘试验田’作用得到较好发挥；市场运行总体保持平稳。“十四五”规划和2035年远景目标纲要也提出，全面实行股票发行注册制。根据以上条件，我们有理由期待基于科创板、创业板、北交所的成功经验，注册制改革有望延伸至主板。一旦注册制全面推广至主板，有望带来新一波上市热潮并贡献券商投行业务增量。因此，我们看好以中信证券、中金公司为主的投行业务龙头券商。

5. 投资建议

5.1. 2022年Alpha因素仍将主导业绩和股价表现，分化大概率加剧

经历了2019-2021年的行业大年，Beta属性业务占比重回高位，业绩基数普遍较高。艰难地度过了2018年的市场低迷行情，证券行业于2019-2021年连续迎来了三年的丰收年，A股市场行情与活跃度双双持续快速提升。在此因素的催化下，以经纪与信用业务（两融为主）为代表的高Beta属性大放异彩，据中证协数据，2021年前三季度，券商经纪与信用业务收入占比（营收中剔除其他业务收入，下同）达到46%，重回2017年之前的较高水平，较2018年的37%提升显著。与此同时，多数券商从事的传统方向性自营业务同样表现出高Beta属性，今年来占比持续保持在33%以上。在此基础上，2020年与2021年前三季度证券行业净利润分别同比增长27.98%与8.51%，对于绝大多数券商来说，2022年的业绩都将面临高基数。

Alpha因素有望成为主导因素，大公募与交易业务将左右2022年券商业绩表现优劣。虽然2022年市场活跃度与行情仍有望保持高位，但是在如此高的基数之下，Beta因素很难再带来较大的边际增量因素，相反，Alpha属性较强的大资管与交易业务大概率将成为2022年的增量业绩主导因素。有鉴于此，我们认为2022年券商业绩的分化程度大概率将加大，“看天吃饭”的模式难以继。

5.2. 投资建议：坚持交易与大公募主线，关注政策面催化

1) **流动性与政策双击，为券商板块行情奠定基础。**虽然四季度以来市场成交量有所反复，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；同时资本市场投融资两端政策红利仍将持续释放，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) 大公募主线是券商版块最主要的中长期 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)**, 建议关注**长城证券(002939, 未评级)**。

6. 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。

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