

证券行业年度策略报告

券业破茧，模式焕新

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*代客业务扩容，券商重资产化正起航》2021-11-19
 《行业深度报告*政策松绑、市场扩容，场外衍生品空间广阔》2021-11-19
 《行业动态跟踪报告*证券*市场保持高景气度，高基数下业绩仍稳健增长》2021-11-02
 《行业点评*非银与金融科技*产品+渠道+服务，财富管理发展的三大制胜》2021-09-11

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
 S1060520040001
 BQC673
 WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
 S1060520040002
 LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

陈相合 一般证券从业资格编号
 S1060121020034
 CHENXIANGHE935@pingan.com.cn



平安观点：

- **2021 年复盘：政策提供行业估值支撑，个股表现分化。**受货币政策稳中偏松、市场风格切换、大宗商品价格波动等因素影响，全年券商板块平均 PB 在 1.90-2.60 之间波动，估值处于低位，但个股分化明显。总体来看，财富管理主线明确，公募基金子公司对券商利润贡献持续提升，独具渠道优势的东方财富，及兼具产品、渠道和客户比较优势的东方证券、广发证券、兴业证券较券商指数形成超额收益。
- **轻资产业务：财富管理转型加速。**居民财富增长迅速、房地产投资属性弱化、资管新规落地、基金投顾试点放开等综合因素助力财富管理市场扩容。券商传统轻资产业务以通道业务为主，盈利能力下滑，随着资本市场改革深化，To C 通道业务向综合财富管理转型升级，2020 年证券行业实现代销金融产品收入 134.38 亿元 (YoY+148.76%)，在经纪业务收入中占比不断提升。券商流量有限，但客户风险偏好较高、高净值客户和富裕客户基础好、代销及自有产品体系丰富，权益类产品服务能力最强，形成权益类财富管理的比较优势。
- **重资产业务：以权益衍生品为主的新业务兴起。**传统重资产业务利润波动较大、ROE 不稳定，头部券商主动谋求转型，挖掘稳定赚取利差的重资产业务机遇，如衍生品、FICC、融券业务等代客持有资产业务。场外衍生品是券商新兴重资产业务的重要一环，伴随着资管新规落地、金融业对外开放加速、投资者结构转型、高净值客户个性化需求快速增长，场外衍生品业务空间较大。衍生品业务自带杠杆，是大型券商资产负债表管理、ROE 提升的关键。衍生品业务模式多元，主要赚取波动较小的息差和佣金收入，有利于丰富券商收入来源，平滑利润周期。
- **投资建议：**当前时点来看，财富管理主线短期更为明确；长期来看，重资产业务发展势在必行。截至 2021 年 11 月 30 日，行业 2021 年估值仅 1.93 倍 PB，仍位于行业中枢之下，具备较高配置价值。建议关注财富管理主线优质标的东方财富、东方证券，以及综合实力持续领先行业的中金公司、中信证券。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动；2) 宏观经济修复不及预期；3) 资本市场改革进度不及预期；4) 衍生品自带杠杆，业务风险较高；同时，政策变动对衍生品的业务范围影响较大、业务创新不确定性强，若部分市场主体无序扩张、监管收紧，将影响场外衍生品市场发展。

正文目录

一、	2021 年复盘：政策提供行业估值支撑，个股表现分化	4
1.1	资本市场改革政策落地，提供行业估值支撑	4
1.2	个股表现分化：财富管理主线明确	6
二、	轻资产业务：财富管理转型加速	7
2.1	居民增配权益资产大势所趋，财富管理市场扩容	7
2.2	券商轻资产业务从交易通道到财富管理转型加速	9
2.3	券商在权益类财富管理上更具优势	10
三、	重资产业务：以权益衍生品为主的新业务兴起	14
3.1	传统重资产业务主动转型，场外衍生品市场扩容	14
3.2	场外衍生品业务是券商资产负债表管理、ROE 提升的关键	15
3.3	衍生品业务有利于丰富券商收入来源、平滑利润周期	16
3.4	政策持续规范化，头部券商优势突出	17
四、	投资建议及风险提示	18
4.1	投资建议	18
4.2	风险提示	19

图表目录

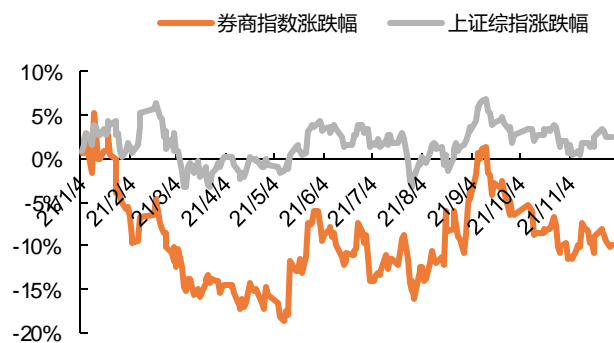
图表 1	2021 年券商指数 (SW II) 涨跌幅	4
图表 2	2021 年券商板块平均 PB	4
图表 3	非货币市场公募基金净值变化	5
图表 4	北向资金净买入金额	5
图表 5	2021 年资本市场部分政策	5
图表 6	东财、东方、广发、兴业涨跌幅变动	6
图表 7	东财、东方、广发、兴业估值水平	6
图表 8	上市券商公募基金子公司营收贡献及利润贡献	7
图表 9	中国居民资产配置结构变化	8
图表 10	十年期国债到期收益率下行	8
图表 11	银行理财收益率下滑	8
图表 12	基金投顾牌照发放情况	9
图表 13	证券行业经纪业务平均佣金率下滑	9
图表 14	券商资产管理业务规模下滑、结构调整	9
图表 15	全行业券商代理销售金融产品收入	10
图表 16	头部券商代销收入占经纪业务收入比重提升	10
图表 17	券商在高净值客户和富裕客户基础有比较优势	11
图表 18	2020 年部分头部券商及财富管理业务突出的券商营业部布局一览	11
图表 19	中信证券金融产品体系	12
图表 20	各类机构权益型基金在非货基保有规模的占比变动	12
图表 21	中金公司部分买方投顾类产品体系	13
图表 22	证券行业投资顾问及证券经纪人变化 (单位: 人)	14
图表 23	国联证券基金投顾产品 5 大策略	14
图表 24	2018 年至今全市场股票质押余额	14
图表 25	证券公司间场外衍生品市场月初名义本金变动	14
图表 26	大型券商自营净收入的营收占比	15
图表 27	大型券商衍生金融资产在净资产占比	15
图表 28	大型券商衍生金融负债在净资产占比	15
图表 29	大型券商 ROE	16
图表 30	大型券商杠杆倍数	16
图表 31	大型券商资产周转率	16
图表 32	大型券商净利润率	16
图表 33	场外衍生品市场部分政策变化	17
图表 34	场外期权交易商名单	18

一、2021 年复盘：政策提供行业估值支撑，个股表现分化

1.1 资本市场改革政策落地，提供行业估值支撑

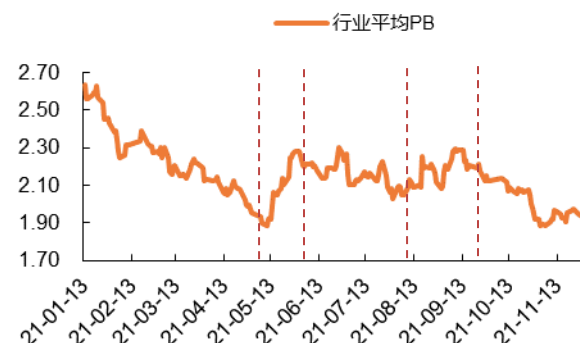
Beta 属性叠加结构性行情凸显，券商指数波动下行，估值维持低位。截至 2021 年 11 月 30 日，2021 年券商指数 (SW II) 下跌 10.01%，较上证综指超额亏损 12.63pct，行业平均估值仅 1.93 倍 PB，处于历史前 10% 低位。

图表1 2021 年券商指数 (SW II) 涨跌幅



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 2021 年券商板块平均 PB



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 统计对象为 SW 证券 II 标的券商 PB (MRQ)

具体来看:

1) 2021 年 1 月-4 月，流动性边际收紧、IPO 发行节奏放缓、券商配股事件频发，券商板块走势低迷，估值持续下挫。从交易端来看，央行货币政策遵循“保持货币供应量和社会融资规模名义 GDP 增速基本匹配”的基调，流动性边际收紧的预期增强，股基交易量及大盘指数均明显下滑；从融资端来看，科创板注册制出现终止率提升、审核节奏放缓的现象，加剧市场担忧；此外，部分券商公开配股计划，引发券商板块进一步下跌。截至 4 月底，券商指数 (SW II) 累计跌幅 15.67%，较上证综指超额亏损 14.92pct；行业平均估值约为 1.96 倍 PB，位于 2010 年以来的历史前 15% 低位。

2) 2021 年 5 月，券商代销公募基金保有量规模和财富管理业务业绩亮眼，“商品牛”引燃市场对周期板块的热情，机构增持券商股，券商板块获超额收益。券商代销公募基金保有量规模维持较高水平、券商旗下公募基金子公司的业绩贡献走强，加之供需缺口带来的大宗商品价格上涨、商品牛开启，引燃对周期板块的热情，交投情绪高涨、市场信心重新提振。21Q2 券商板块机构减持趋势扭转，全基金持仓环比上升 1.17%，板块资金流出压力缓解。多重利好下，券商指数 (SW II) 5 月累计涨幅 11.56%，较上证综指超额收益 6.66pct；行业平均估值回升至 2.28 倍 PB，位于历史前 40% 低位。

3) 2021 年 6 月-7 月，央行货币政策延续中性基调，美联储 Taper 预期升温，市场风格切换，拖累券商板块表现。上半年 PPI 上行、通胀预期抬升、叠加紧信用信号明确，货币政策中性预期延续。同时，国外疫情出现反复，美国就业率、劳动参与率回升，美联储 taper 预期持续升温，中美利差预期收窄，北向资金 7 月单月净买入收缩至 107.62 亿元 (MoM-30.05%)。市场风格切换至新能源车、光伏等板块，导致上证综指下跌 6.03%；券商指数 (SW II) 阶段内累计跌幅达 10.80%，较上证综指超额亏损 4.76pct；行业平均估值跌回 2.03 倍 PB，估值再次回落至历史前 15% 低位。

4) 2021 年 8 月-9 月中旬，结构性行情继续，但大宗商品仍对周期板块形成支撑，降准落地叠加房地产政策收紧，市场交投活跃，估值有所修复。7 月央行存款准备金全面下调 0.5pct，货币政策稳中偏松的预期加强，主要指数企稳反弹。同时，以“三道红线”为代表的地产政策趋严、加速居民财富流向股票市场。此外，以新能源车、光伏为主的结构性行业仍继续；叠加大宗商品仍对周期板块形成支撑，市场交投活跃，8 月股基交易额达 61.94 万亿元 (YoY+31.86%)；高市场景气度助增证券板块投资信心。截至 9 月 15 日，券商指数 (SW II) 阶段内累计增幅达 17.03%，较上证综指超额收益 9.41pct；行业

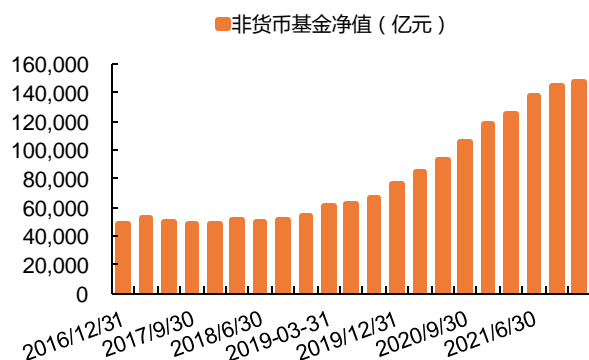
平均估值修复至 2.23 倍 PB，位于历史前 30% 低位。

5) 2021 年 9 月下旬-11 月，实体经济融资需求依然偏弱，结构性行情继续，但政策组合拳发力、商品降温，大盘表现不佳，beta 属性驱使券商板块震荡。社融增速低于预期，实体经济融资需求依然偏弱，经济下行压力不减；同时，在“保供政策”等组合拳之下，商品快速降温，拖累权益市场表现。截至 11 月 30 日，券商指数（SW II）阶段内下跌 8.37%，较上证综指超额亏损 5.84%；行业平均估值进一步下探至 1.93 倍 PB，位于历史前 10% 低位。

■ 1.1.1 市场环境：流动性稳中偏松，市场交投活跃

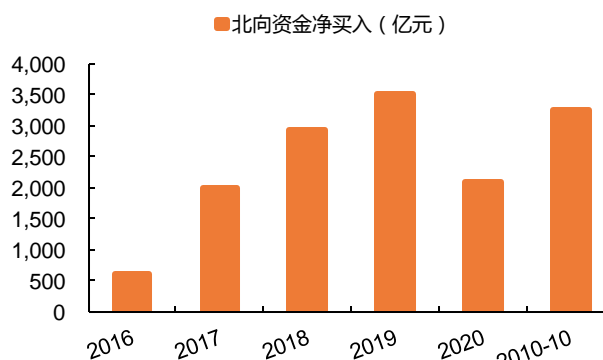
- 1) 货币政策稳中偏松，7 月全面降准落地，资金成本下降，市场流动性整体稳中偏松；
- 2) 在房地产监管趋严、银行理财等净值化管理的背景下，居民存款持续流入股市，公募基金维持高景气度，截至 2021 年 10 月底，非货币市场公募基金规模达 14.73 万亿元（YoY+36.87%），5 年 CAGR 为 26.41%；
- 3) 海外疫情反复，A 股具备配置性价比，外资涌入持续激活资本市场，2021 年前 10 月北向资金净买入达 3246.87 亿元（YoY+246.28%）。

图表3 非货币市场公募基金净值变化



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 北向资金净买入金额



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 1.1.2 政策环境：资本市场改革持续推进，政策利好为券商板块提供估值支撑

- 1) 融资端：注册制改革持续推进，完善常态化退市机制，北交所重塑新三板新格局，多层次资本市场进一步丰富；
- 2) 交易端：截至 2021 年 8 月底，基金投顾试点扩容至 28 家，财富管理转型进程显著加速。

图表5 2021 年资本市场部分政策

时间	政策内容
2021/2/5	证监会批复深交所合并主板与中小板
2021/2/19	外汇局资本项目管理司司长叶海生：2021 年研究有序放宽个人资本项下业务限制
2021/2/26	沪深交易所分别发布实施全国中小企业股份转让系统挂牌公司向科创板、创业板转板上市办法
2021/3/5	国务院发布《政府工作报告》，提出稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道
2021/3/19	证监会修订发布《证券公司股权管理规定》，适当降低证券公司主要股东资质要求
2021/4/2	中证协开展证券公司账户管理功能优化试点，并启动评估
2021/4/6	深交所主板与中小板合并正式实施
2021/5/25	上海市政府印发《关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见》，力争到 2025 年，上海基本建成资

	产管理领域要素集聚度高、国际化水平强、生态体系较为完备的综合性、开放型资产管理中心
2021/5/28	首批 29 家证券公司白名单公布
2021/7/11	公募基金投顾试点资格扩大至 27 家券商
2021/7/23	央行修订发布《证券公司短期融资券管理办法》，短期融资券实行余额管理
2021/8/20	沪深交易所发布科创板、创业板发行与承销规则的征求意见稿，优化定价机制安排、强化报价行为监管
2021/9/3	北交所成立，证监会就北交所有关基础制度安排公开征求意见
2021/9/30	证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》，进一步压实中介机构责任，从源头提高上市公司质量
2021/10/15	证监会公布 QFII 新增三类可参与金融衍生品交易品种：商品期货、商品期权、股指期货

资料来源：证监会，政府网，上交所，深交所，平安证券研究所

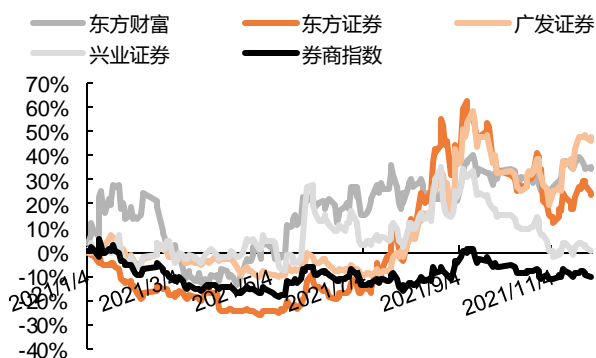
1.2 个股表现分化：财富管理主线明确

公募基金子公司利润分成和金融产品代销收入成为券商重要利润来源，财富管理业务突出的券商较行业形成超额收益。近年来公募基金资产规模持续扩张，其中头部基金公司多为券商系，对参股券商的营收贡献及利润贡献均有所提升。同时，金融产品代销收入在经纪业务收入中的占比持续提升，是财富管理转型的重要方向之一。具体来看：

1) 东方财富独具渠道优势、覆盖大众客户，基金代销收入高速增长，涨幅明显。截至 2021 年 11 月 30 日，东方财富累计涨跌幅达 34.30%，较券商指数形成超额收益 44.32pct；估值达 47.02 倍 PE，位于前 30% 低位。东方财富在资讯端拥有东方财富和天天基金两大 APP；社区端拥有股吧投资社区，流量优势明显，覆盖大众客户。旗下天天基金于 2012 年获第三方基金销售牌照，21Q3 非货币市场公募基金销售保有规模 5783 亿元（QoQ+13.95%），居全市场第四。高保有量驱动代销收入高增，21H1 电子商务服务收入（基金代销）达 23.97 亿元（YoY+109.77%），营收占比达到 41.47%（YoY+7.24pct）。

2) 东方证券、广发证券、兴业证券持股头部公募子公司，兼具产品、渠道和客户的比较优势，超额收益明显。截至 2021 年 11 月 30 日，东方证券、广发证券、兴业证券累计涨幅达 24.04%、47.86%、0.15%，较券商指数形成超额收益 34.05pct、57.87pct、10.17pct。估值方面，东方证券 PB、广发证券 PB、兴业证券 PB 分别为 1.69 倍、1.73 倍、1.43 倍，分别位于其估值水平的后 50%、前 40%、前 30% 分位。21H1 东方证券、广发证券、兴业证券公募子公司利润贡献率位于行业前列，分别为 20.61%、17.15%、24.94%，较 2020 年末增长 4.36pct、7.51pct、15.14pct。

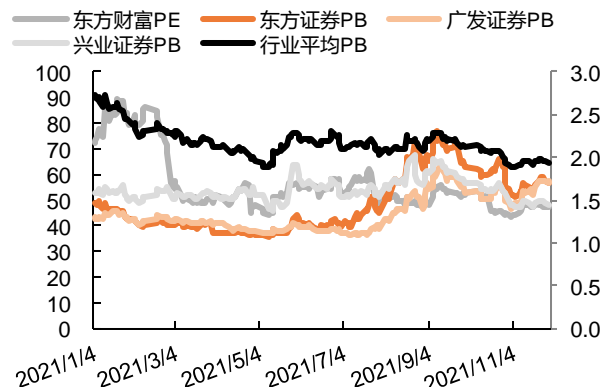
图6 东财、东方、广发、兴业涨跌幅变动



资料来源：WIND，平安证券研究所

注：东方财富估值采用 PE（TTM），其余估值采用 PB（MRQ）

图7 东财、东方、广发、兴业估值水平



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 上市券商公募基金子公司营收贡献及利润贡献

上市券商	基金公司	持股比例	21H1 非货基规模 (亿元)	21H1 规模排名	21H1 基金公司 对券商利润的贡献	2020 基金公司 对券商净利润的贡献	21H1 基金公司 对券商营收的贡献	2020 基金公司 对券商营收的贡献
中信证券	华夏基金	62%	5869	4	5.18%	4.81%	6.02%	6.34%
海通证券	海富通基金	51%	820	41	0.99%	0.94%	1.38%	1.77%
	富国基金	28%	5509	5	3.88%	1.83%	4.73%	3.86%
国泰君安	华安基金	20%	2885	16	1.09%	0.77%	1.57%	1.52%
华泰证券	华泰柏瑞	49%	1441	26	1.26%	0.85%	1.90%	1.75%
	南方基金	41%	5325	6	4.57%	3.40%	7.81%	7.37%
招商证券	博时基金	49%	4268	9	6.86%	4.71%	9.41%	8.53%
	招商基金	45%	4276	8	6.13%	3.80%	7.15%	6.00%
广发证券	广发基金	55%	6042	3	10.71%	6.01%	13.55%	11.69%
	易方达基金	23%	10328	1	6.44%	3.63%	8.52%	7.15%
申万宏源	申万菱信	67%	539	56	1.06%	0.54%	1.36%	1.23%
	富国基金	28%	5509	5	7.55%	2.79%	6.91%	5.02%
中信建投	中信建投基金	55%	218	88	-1.22%	0.30%	-0.31%	0.71%
东方证券	汇添富	35%	6121	2	20.61%	16.25%	12.29%	10.17%
国信证券	鹏华基金	50%	3403	12	6.41%	4.15%	10.85%	8.16%
光大证券	光大保德信	55%	735	47	2.05%	3.33%	2.27%	2.16%
	大成基金	25%	1423	27	1.92%	2.49%	2.42%	2.21%
兴业证券	兴证全球基金	51%	3053	14	22.39%	8.02%	19.68%	13.86%
	南方基金	9%	5325	6	2.56%	1.79%	3.12%	2.93%
长城证券	景顺长城	49%	3054	13	41.22%	13.36%	28.51%	18.96%
	长城基金	47%	793	42	4.46%	2.81%	6.48%	6.11%
长江证券	长信基金	45%	585	53	3.20%	3.48%	4.31%	3.88%
财通证券	财通基金	40%	302	76	2.61%	1.18%	3.31%	3.03%
中泰证券	万家基金	49%	1231	32	4.71%	1.77%	6.75%	5.60%
浙商证券	浙商基金	25%	261	82	0.25%	-0.28%	0.36%	0.35%
国金证券	国金基金	49%	81	109	0.09%	0.04%	1.29%	1.37%
东吴证券	东吴基金	70%	161	95	0.77%	-3.89%	1.93%	1.50%
西南证券	银华基金	44%	2336	19	31.55%	23.94%	45.65%	45.30%
第一创业	银华基金	26%	2336	19	32.93%	17.05%	36.22%	27.24%
东北证券	银华基金	19%	2336	19	12.32%	7.40%	13.09%	9.31%
南京证券	富安达基金	49%	32	120	3.33%	3.17%	4.04%	5.49%
国元证券	长盛基金	41%	321	75	1.96%	1.62%	4.15%	3.60%
华安证券	华富基金	49%	333	74	1.69%	1.69%	5.40%	4.54%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

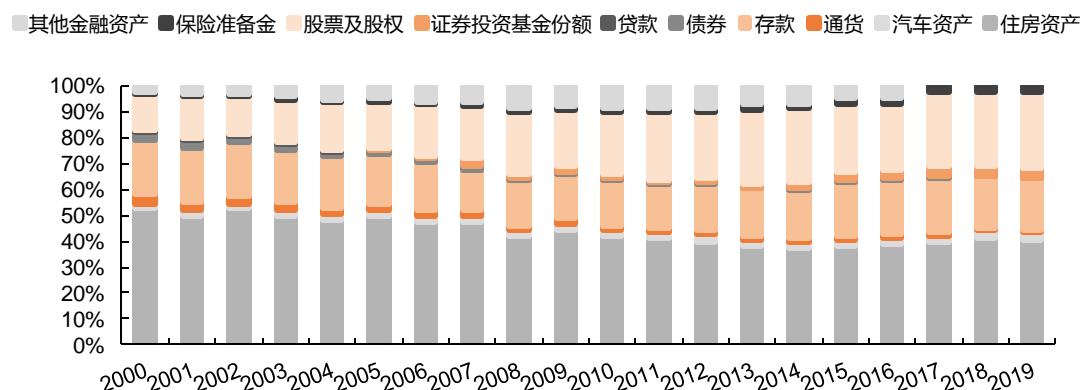
二、轻资产业务：财富管理转型加速

2.1 居民增配权益资产大势所趋，财富管理市场扩容

居民财富增长迅速、居民资产配置正从非金融资产向金融资产转移。随着我国经济发展，居民财富不断积累，截至 2019 年末，中国居民总资产规模达到 574.96 万亿元 (YoY+12.43%)，居民净资产为 512.62 万亿元(YoY+12.23%)。居民资产配置需求不断增加，在“房住不炒”的基调下，房地产投资属性弱化，居民资产配置向金融资产转移。中国居民住房资产在居民总资产的比重从 2000 年的 52.49%下降至 2019 年的 40.68%；金融类资产占总资产的比重从 2000 年的 43.26%逐步提升到

2019 年的 56.88%，对标美国 70.04% 的水平尚有较大提升空间。其中，股票及股权占总资产的比重从 2020 年的 14.26% 提升至 29.79%。

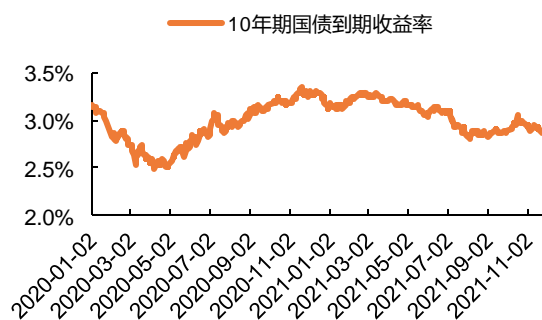
图表9 中国居民资产配置结构变化



资料来源: WIND, 平安证券研究所

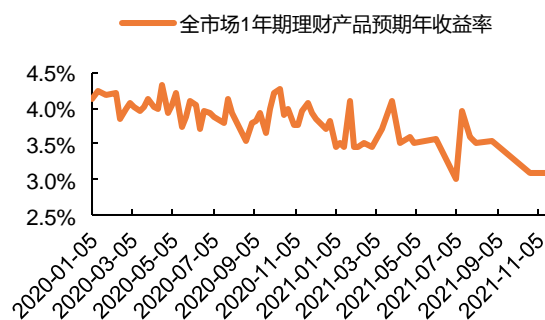
长端利率中枢下移、资管新规落地、居民财富意识觉醒，助增权益资产配置需求。2020 年以来，十年期国债到期收益率在 2.5%-3.5% 区间震荡，2021 年从近 3.3% 的水平震荡下滑至 2.8% 左右。同时，资管新规落地后，保本保收益产品逐步清退，银行理财产品净值化管理加快推进、理财收益率显著下滑，2021 年以来全市场 1 年期理财产品预期年收益率从 4.2% 左右下滑至 3.1%，传统产品已经不能满足居民资产保值、增值的需求，居民资产配置呈现多元化特征、风险资产配置需求不断提升。叠加券商资管公募化、公募基金扩容的发展趋势，居民权益类投资需求将不断增加。

图表10 十年期国债到期收益率下行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 银行理财收益率下滑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

基金投顾试点不断放开，相关人员从卖方销售向买方投顾转型，充分满足客户需求。2019 年 10 月以前，受制于监管的制度限制，以及传统银行和券商的考核体系影响，传统客户经理在基金销售中实际仅承担“卖方销售”的角色。2019 年 10 月 25 日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投资顾问业务试点落地，非产品销售为导向、与客户利益一致的买方投顾业务模式自此拉开帷幕。截至 2021 年 8 月底，共计有 58 家机构获得基金投顾牌照，其中券商 28 家、公募及子公司 24 家、银行 3 家、第三方基金销售机构 3 家。根据基金业协会发布的《2019 年基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》，60.6% 的投资者需要投顾服务，基金投顾业务未来可期。

图表12 基金投顾牌照发放情况

时间	机构数	机构类型	机构简称
2019.10.25	5	公募基金及其子公司	易方达基金、南方基金、嘉实财富、华夏财富、中欧财富
2019.12.13	3	第三方基金销售机构	蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金
2020.02.29	3	银行	工商银行、招商银行、平安银行
	7	券商	国泰君安、华泰证券、申万宏源、中信建投、银河证券、中金公司、国联证券
2021.06.25	11	公募基金及其子公司	博时基金、广发基金、汇添富基金、银华基金、兴证全球基金、招商基金、工银瑞信基金、交银施罗德基金、华安基金、富国基金、鹏华基金
	7	券商	兴业证券、招商证券、中信证券、国信证券、东方证券、安信证券、浙商证券
2021.07.02	6	公募基金及其子公司	华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金
	11	券商	光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富证券、财通证券
2021.07.09	2	公募基金及其子公司	国泰基金、国海富兰克林基金
	2	券商	华西证券、华宝证券
2021.08.14	1	券商	渤海证券

资料来源：证监会，平安证券研究所

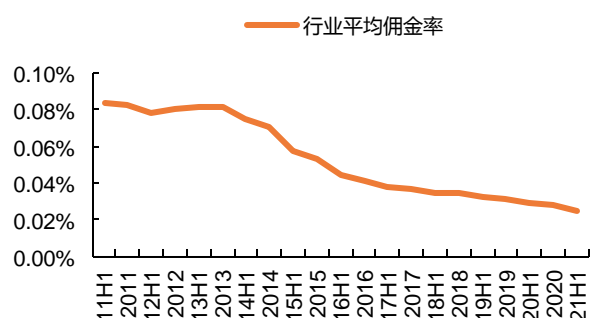
2.2 券商轻资产业务从交易通道到财富管理转型加速

券商传统轻资产业务以经纪、定向资管业务等通道类业务为主，盈利能力下滑，业务转型正当时。

1) 经纪业务方面，交易额受市场行情、股价波动等影响较大；同时，2015年以来，互联网展业快速发展、行业价格竞争加剧，传统经纪业务佣金率走低、盈利能力萎缩且波动大——21H1 行业平均佣金费率仅 0.025%，较 17H1 下滑 0.012pct。

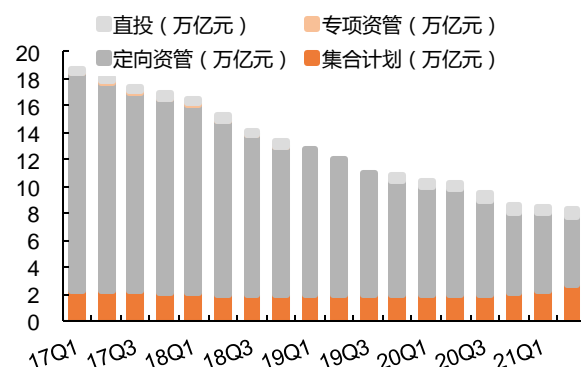
2) 资管业务方面，2017 年以来，券商资管面临去通道、限嵌套、净值化管理等多项新要求，以通道业务冲量的高增长模式不可持续、近年资管总规模保持下滑态势，截至 21H1，证券公司资产管理业务规模下滑至 8.34 万亿元（YoY-18.78%）。但券商持续调整资管业务结构、增加主动管理规模，进行主动转型。具体来看，集合计划占比由 2020 年末的 24.44% 提升至 21H1 的 31.50%、定向资管占比由 69.22% 继续下滑至 21H1 的 61.86%；截至 21Q3，证券公司私募主动管理资产月均规模前 20 家合计 4.58 万亿元（YoY+36.23%），主动管理在资管规模中的占比持续增长。

图表13 证券行业经纪业务平均佣金率下滑



资料来源：WIND，平安证券研究所

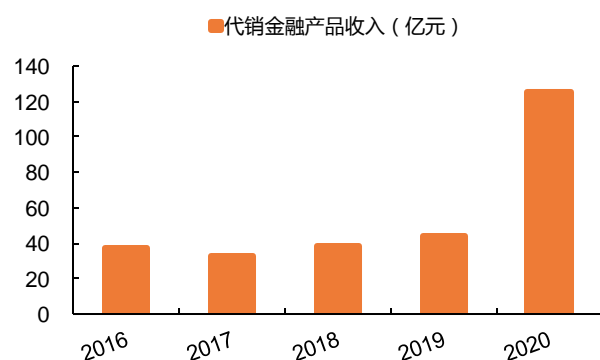
图表14 券商资产管理业务规模下滑、结构调整



资料来源：WIND，平安证券研究所

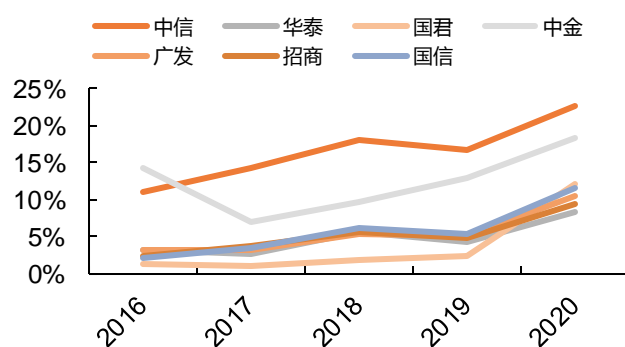
政策放开推动业务多元化转型，券商业务模式升级。资本市场改革深化，资管新规打破刚兑预期，保本保收益产品逐步清退，居民权益类资产管理需求增加、相关产品发展迅猛，券商 To C 业务服务维度不断拓宽，大财富管理雏形已现，直接或间接带动多项业务联动，直接相关的业务包括代理买卖证券交易、融资融券、代销金融产品，间接相关的还有资产管理、公募基金、甚至来自于投行的高净值客户导流等多维度业务协同，逐步从交易通道向综合财富管理转型升级（包括证券交易、两融、代销金融产品等）。具体来看，券商 To C 服务维度从早期的证券交易 1.0 版本扩张至融资融券服务和代销金融产品的 2.0 版本，券商代销金融产品收入及其在经纪业务收入中占比不断提升。根据中证协发布的证券公司 2020 年度经营数据，2020 年证券行业实现代理销售金融产品收入 134.38 亿元（YoY+148.76%），在全行业经纪业务收入中占比 11.57%（YoY+4.71%）；头部券商转型更快，以中信证券为例，代销收入在经纪业务收入中的占比已从 2016 年的 11.1% 提升至 2020 年的 22.8%。未来挖掘和匹配 C 端客户的综合财富管理需求迈向 3.0 版本，对券商的资产管理或公募基金产品能力、投顾服务能力、多元化产品设计专业能力提出更高要求。

图表 15 全行业券商代理销售金融产品收入



资料来源：中证协，平安证券研究所

图表 16 头部券商代销收入占经纪业务收入比重提升



资料来源：WIND，平安证券研究所

注：由于证券公司年度经营数据从 2020 年起才开始披露代销金融产品收入，因此图表 15 采用 2016 年度-2020 年度代理销售金融产品收入排名的加总作为参考（协会仅公布排名前 100 的券商业绩），以此代表业务发展趋势。

2.3 券商在权益类财富管理上更具优势

2.3.1 渠道端：券商流量有限，但在客户基础和综合服务上具备差异化优势

投资者教育充分、风险偏好高。券商财富管理个人客户主要来自于股票交易客户的转化，尽管引流入口相对有限，线下渠道弱于网点充分下沉的银行、线上渠道弱于背靠互联网平台的第三方，但客户风险偏好本身偏高、有一定权益类资产的投资经验，对权益类财富管理需求较强。

券商具有高净值客户和富裕客户基础。高净值客户需要构建完整的资产负债表，需求更为多元化和复杂，头部券商的综合服务能力可与之相匹配。一方面，头部券商通过投行业务与上市公司核心管理团队建立信任关系，并持续提供股权质押、股票减持等股权资产服务，易向财务规划和大类资产配置转化客户。另一方面，部分股票交易客户和上市公司股权激励对象可以通过持续服务转化成富裕客户，这部分客户对个性化服务有一定诉求，但尚无法享受私人银行的定制化服务。券商可以凭借较强的财富管理业务和投顾服务能力，提供区别于大众客户的差异化升级服务。

图表17 券商在高净值客户和富裕客户基础有比较优势



资料来源：平安证券研究所

券商具备线下服务优势，加强线上获客和服务建设。传统券商线下营业部遍布全国，一二线城市较为集中、三四线城市亦有分部，整体客群广阔，品牌信任度高。其中，头部券商及财富管理业务突出的券商线下渠道优势更为突出，在经济发达的一线城市及东部地区的营业部数量占比高于行业整体水平。近年来，各头部券商加快线上渠道建设，加大金融科技及广告宣传投入，通过推动业务线上化进程、传播各类金融资讯等增强用户粘性。由于流量红利已基本消耗，因此尽管传统券商在流量入口并不占优，但凭借其在权益类资产配置和客户服务方面的专业优势，使得传统券商在客户的存量竞争上具备天然优势。

图表18 2020年部分头部券商及财富管理业务突出的券商营业部布局一览

	营业部总数（家）	北京（家）	上海（家）	广东（家）	浙江（家）	江苏（家）	以上地区营业部数量合计占比
东方证券	177	4	46	14	14	14	51.98%
广发证券	282	9	22	121	10	12	61.70%
兴业证券	143	9	13	12	10	7	35.66%
中金公司	212	14	9	41	12	28	49.06%
中信证券	333	22	20	54	62	29	56.16%
华泰证券	243	6	15	23	8	95	60.49%
中信建投	292	53	18	30	16	21	47.26%
国泰君安	418	18	54	49	46	28	46.65%
申万宏源	309	6	61	22	30	31	48.54%
行业整体水平	11731	586	847	1602	1120	1014	44.06%

资料来源：公司公告，WIND，平安证券研究所

■ 2.3.2 产品端：渠道形成助益、代销产品种类丰富，兼具自有产品的差异化优势

券商代销金融产品种类丰富，权益类产品的筛选能力更强。具体来看：

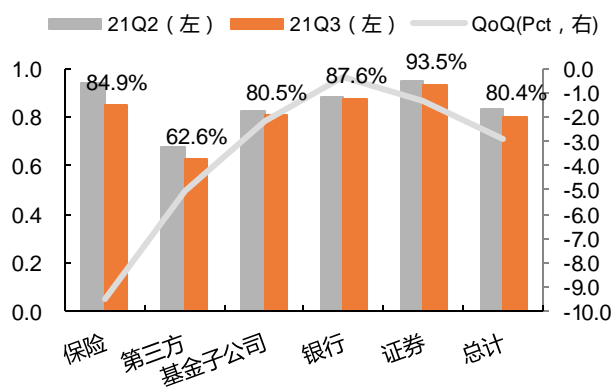
- 1) 代销产品种类更丰富：与第三方机构不同，除公募产品外，券商还可以代销私募、信托、券商资管等产品，产品种类更多元。
- 2) 代销产品体系健全：以中信证券为例，根据持有期限、风险和收益不同，代销产品提供现金管理、类固收、挂钩浮动收益、权益投资、另类投资等多类金融产品。
- 3) 代销产品筛选能力强：券商由于与公募、私募等资产管理机构业务往来密切，更了解相关机构资产管理能力，在产品筛选方面具备比较优势。
- 4) 具备差异化优势：一方面，ETF 的发行和交易必须通过证券公司；另一方面，证券公司在渠道和服务上的优势使得代销权益型基金天然具备优势，21Q3 券商权益型基金保有规模在非货基中占比达 93.5%，明显高于银行（87.6%）及第三方机构（62.6%）。

图表19 中信证券金融产品体系



资料来源：中信证券官网，平安证券研究所

图表20 各类机构权益型基金在非货基保有规模的占比变动

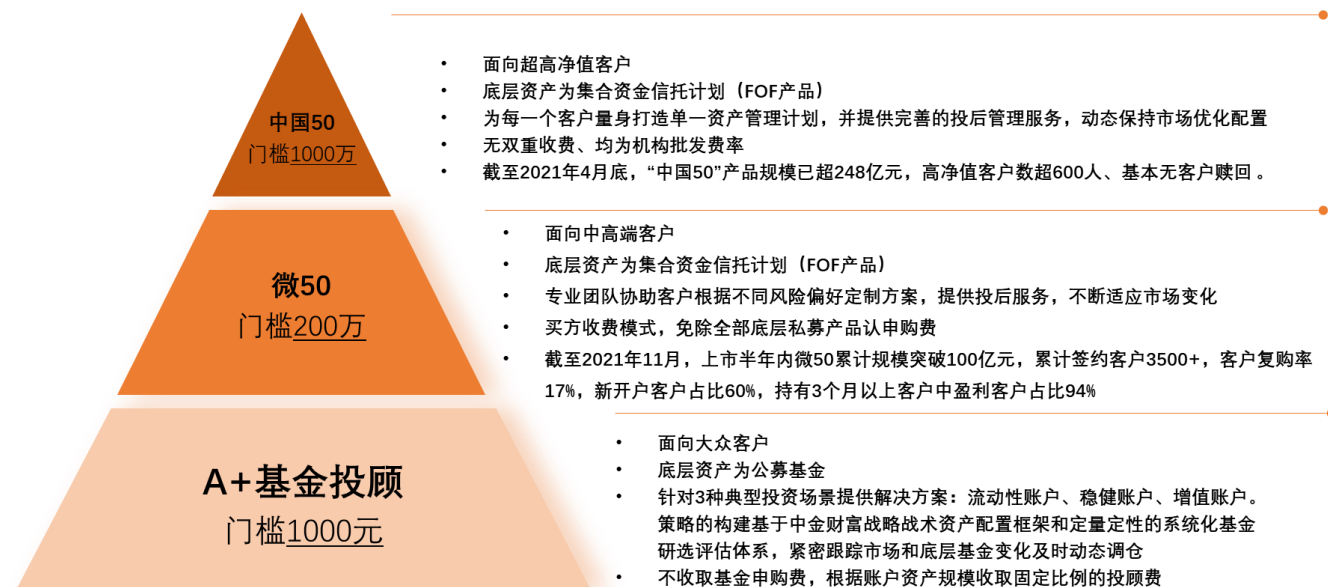


资料来源：AMAC，平安证券研究所

自有产品助力券商形成差异化优势。券商旗下资管公司及公募基金子公司具备产品创设能力和专业优势，其投资能力和创设能力决定产品核心竞争力。

- 1) 目前券商资管头部化明显，头部券商资管业务发展明显快于同业，品牌影响力较广，东证资管和中金财富为个中翘楚。21H1 东证资管 AUM 达 3525.88 亿元，资产管理业务净收入 18.75 亿元 (YoY+68.32%)，排行行业第一。根据中证网报道，2019 年以来中金财富陆续推出面向超高净值客户的“中国 50”、面向大众客户的“A+基金投顾”、及面向中高端客户的“微 50”，搭建不同层级客户的买方投顾配置服务体系。截至 2021 年 10 月 18 日，中金财富“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买方投顾类产品保有量超过 666 亿元，其中“中国 50”2021 年追加资金的原有客户（2021 年之前设立账户的客户）数量占比为 50%左右，持有 6 个月以上客户正收益占比 99%。

图表21 中金公司部分买方投顾类产品体系



资料来源：财联社，中证网，中金财富微信公众号，平安证券研究所

2) 公募基金子公司投资能力强、品牌效应明显。明星产品和明星基金经理的市场关注度较高、管理资产规模增长较快，以广发证券子公司易方达基金为例，截至 21Q3 公司明星基金经理张坤在管基金 4 只，在管基金净值达 1057.48 亿元 (YoY+38.48%)，任职期间总回报达 339.00%，较沪深 300 实现超额收益 227.23pct。

■ 2.3.3 服务端：券商在产品数量、投顾数量、服务流程等具备优势

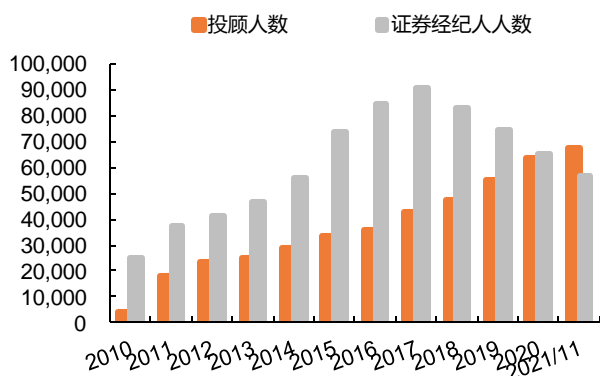
券商产品线齐全，能够为客户提供一揽子产品和一站式配置服务。高净值客户和富裕客户需求更为个性化和多元化，券商代销和自有金融产品种类丰富、具备专业优势，能够为客户提供一站式专业服务，增强客户粘性。

券商天然具有权益类资产服务优势。一方面，券商个人业务主要包括客户股票交易和融资融券，客户风险承受能力强，券商对客户权益投资的偏好更为了解。另一方面，券商机构业务主要服务于二级市场和私募基金，对权益类产品认知更深入、推介更为独到，有助于协助客户提升其资源配置效率。

券商在投顾数量上具有优势。近年来，券商投顾数量快速增长，截至 2021 年 11 月末，证券行业投资顾问人数已达 6.77 万人，较 2018 年增长 43.15%；头部券商投顾队伍建设较快，中信、中金、华泰、建投、国泰、申万投资顾问数量在公司总从业人数中的比重分别为 32.10%、16.87%、31.79%、30.74%、31.17%、26.55%，整体高于行业平均水平 (20.62%)。证券经纪人人数持续下滑至 5.65 万人，较 2018 年下降 31.89%，其中，国信证券的经纪人数量已率先清零，中信证券的经纪人数量也已降至个位数。此外，专业投顾门槛较高，需要懂得资产配置、具备沟通能力了解客户的真实需求，并把客户真实需求转换为产品组合，最后还需要长期的陪伴在客户身边，在市场周期波动中仍需保持服务的持续性。因此，虽然目前证券行业投顾规模已有近 7 万人，但专业能力突出投顾还十分稀缺。

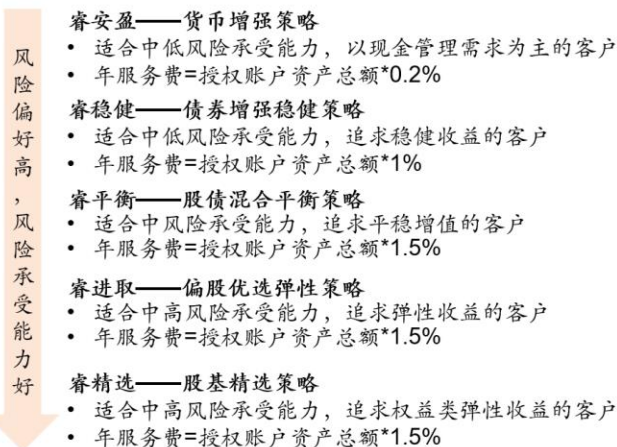
随着基金投顾牌照逐步落地，券商逐渐实现从卖方销售到买方投顾的转变，目前已有多家公司上线相关投顾产品并获得一定成效。其中，国联证券是第一批获得基金投顾试点资格并首家展业的券商，迅速推出 5 个核心策略的基金投顾产品，满足不同风险偏好的客户需求；并与杭州银行、天天基金等基金代销机构合作，拓宽销售渠道，探索合作推广模式。截至 21H1，国联证券基金投顾业务签约总人数达 9.73 万人，较 2020 年底增长 83.02%；授权账户资产规模达 71.08 亿元，较 2020 年底增长 32.76%。

图表22 证券行业投资顾问及证券经纪人变化(单位:人)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表23 国联证券基金投顾产品5大策略



资料来源: 财联社, 平安证券研究所

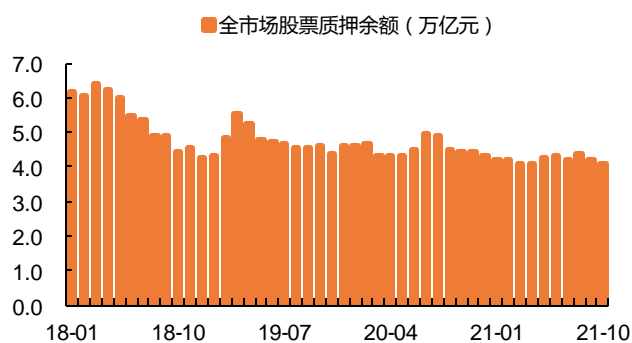
三、重资产业务: 以权益衍生品为主的新业务兴起

3.1 传统重资产业务主动转型, 场外衍生品市场扩容

控制自营业务和股权质押业务的风险敞口, 头部券商转型发展场外衍生品业务。券商传统重资产业务主要集中于传统自营业务和传统资本中介业务, 传统自营业务权益类投资波动较高、ROE 不稳定, 现正逐步转为客户衍生品和 FICC 等业务产生的底仓或指数类基金, 同时通过套期保值来对冲风险、控制风险敞口。而股权质押极易在股市回撤较大时发生平仓危机等风险事件, 对利润侵蚀严重, 头部券商 2018 年起逐步控制股票质押业务规模。近年来, 头部券商主动谋求转型, 控制自营业务和股权质押业务的风险敞口, 挖掘稳定赚取利差的重资产业务机遇, 如衍生品、FICC、融券业务等代客持有资产业务。

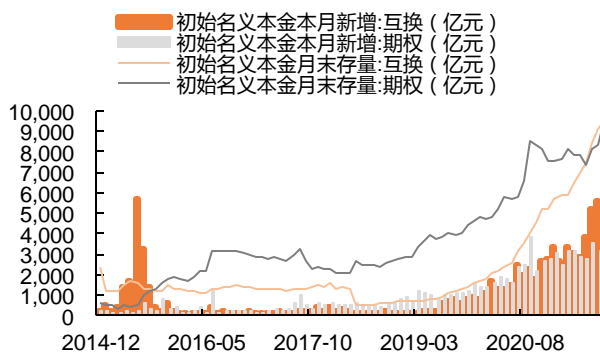
多因素催生风险对冲需求, 场外衍生品业务空间较大。与海外相比, 我国场内衍生品以商品衍生品为主, 金融衍生品设计单一、品种缺乏、市场规模增长空间有限。伴随着资管新规落地、金融业对外开放加速、投资者结构转型, 内外资机构投资者对风险管理的需求增加、高净值客户对个性化组合投资、境外投资的需求快速增长, 场外衍生品作为控制风险、匹配定制化产品的关键组成部门, 业务空间较大。我国证券公司场外衍生品市场于 2013 年启动, 截至 2021 年 10 月证券公司场外衍生品累计交易规模 6.86 万亿元 (YoY+86.53%)、年底存量规模 1.96 万亿元 (YoY+52.47%)。

图表24 2018 年至今全市场股票质押余额



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表25 证券公司间场外衍生品市场月初名义本金变动

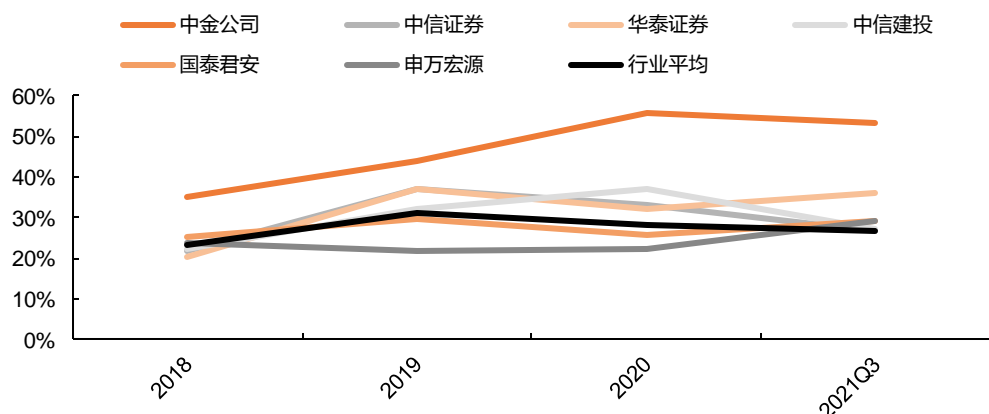


资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.2 场外衍生品业务是券商资产负债表管理、ROE 提升的关键

大型券商自营业务收入占比提升，高于行业。截至 21Q3，中金、中信、华泰、建投、国君、申万的自营业务净收入在营收中占比平均 33.52%、高于行业 7.05pct，主要系自营规模增长。具体来看：一方面，券商根据市场行情阶段性调整自营方向性投资规模；另一方面，客户场外衍生品业务需求增长带来相应的对冲持仓规模大幅增加。

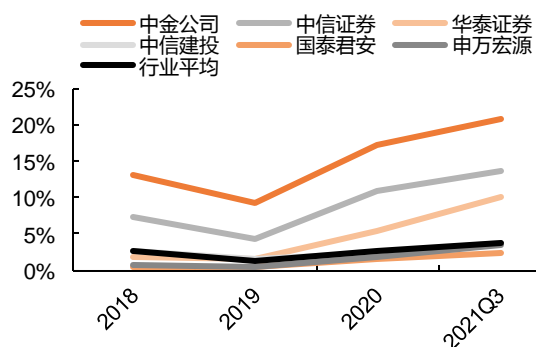
图表26 大型券商自营净收入的营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

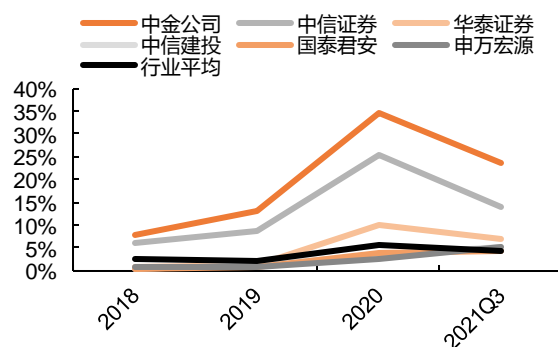
大型券商衍生金融资产、衍生金融负债的规模稳定增长，在净资产中占比持续提升，反映场外衍生品业务扩张。大型券商在牌照、客户、资本等方面具备先发优势，其中，中金、中信、华泰等头部券商的专业实力过硬、资本实力雄厚、客户基础良好，衍生品业务发展优于同业及行业平均。截至 21Q3，中金、中信、华泰、建投、国君、申万的衍生融金融资产在净资产中占比平均 8.99%，高于行业 5.28pct，衍生金融负债在净资产的占比平均 9.84%，高于行业 5.63pct。

图表27 大型券商衍生金融资产在净资产占比



资料来源：WIND，平安证券研究所

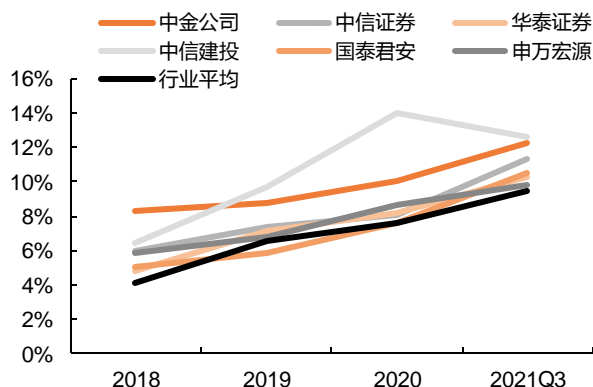
图表28 大型券商衍生金融负债在净资产占比



资料来源：WIND，平安证券研究所

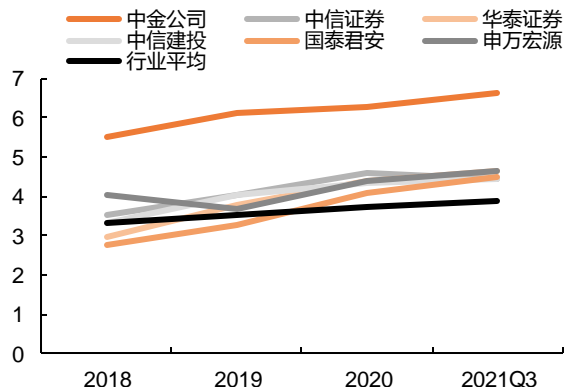
大型券商 ROE 显著高于行业平均，高杠杆是核心原因。截至 21Q3，中金、中信、华泰、建投、国君、申万的年化 ROE 分别为 12.19%、11.30%、10.31%、12.56%、10.53%、9.85%，远高于行业平均（9.42%）。根据杜邦分析，大型券商净利润率基本处于行业平均水平、资产周转率低于行业平均水平，并无比较优势，ROE 较高主要系杠杆倍数高。截至 21Q3，中金、中信、华泰、建投、国君、申万的杠杆倍数分别为 6.64 倍、4.45 倍、4.65 倍、4.45 倍、4.51 倍、4.63 倍，远高于行业平均水平（3.89 倍）。而衍生品业务自带杠杆，是券商资产负债表管理的关键。

图表29 大型券商 ROE



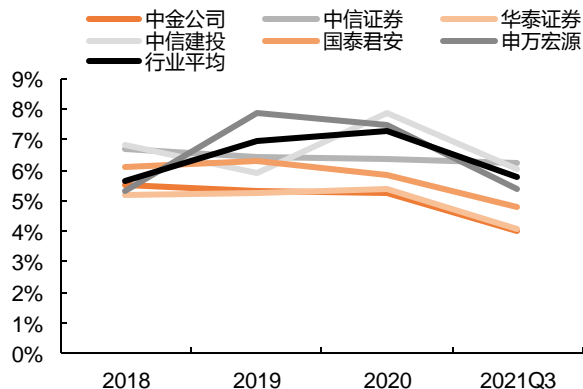
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表30 大型券商杠杆倍数



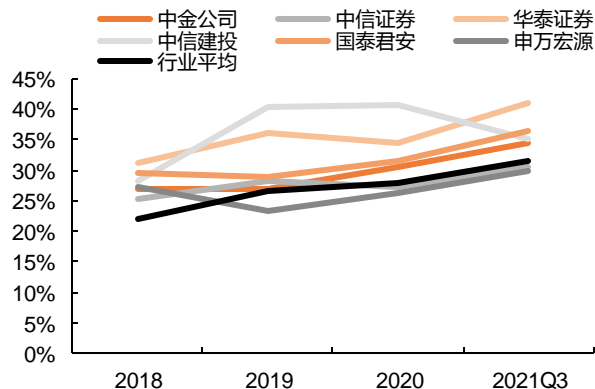
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表31 大型券商资产周转率



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表32 大型券商净利润率



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 1) 行业平均水平为 41 家上市券商的算数平均值。2) 杠杆倍数=(总资产-代理买卖证券款)/净资产。3) ROE=归母净利润/净资产。4) 资产周转率=营业收入/(总资产-代理买卖证券款)。

3.3 衍生品业务有利于丰富券商收入来源、平滑利润周期

券商衍生品业务模式多元。具体来看: 1) 券商在场内衍生品市场的主要业务包括经纪、自营、做市三类。其中, 经纪业务包括代理买卖上交所、深交所股指期货, 提供交易通道, 撮合客户交易; 做市商业业务主要为买卖双方提供双向报价, 为市场提供流动性, 对券商资金要求较高, 目前资本实力雄厚、人才建设完善、风控能力较强的头部券商率先获得主做市商和一般做市商牌照, 承担绝大部分金融场内期权做市业务。2) 场外衍生品主要包括场外期权和收益互换, 券商作为场外衍生品的对手方、进行风险对冲。

券商衍生品业务主要赚取息差和佣金收入, 衍生品市场业务将成为券商增厚业绩、打破强周期、重资产化转型的关键。经纪、传统投行、传统资管等轻资产业务的竞争激烈、盈利波动大且盈利水平较低; 自营方向性投资、股质、两融等传统重资产业务的盈利波动大、周期性强。在衍生品业务中, 券商主要赚取息差和佣金收入, 波动较小, 有利于丰富券商收入来源、平滑利润周期。具体来看:

- 1) 息差 (或价差) 主要来源于场内做市业务 (如 ETF 期权做市等) 及场外收益互换、场外期权、结构化产品等的对冲价差 (如场外期权主要赚取期权费相较于结算金额和对冲成本的溢价), 系统性风险较方向性投资更低;
- 2) 佣金主要来源于场内做市业务的交易所返佣, 及场外收益互换、场外期权、结构化产品等通过锁定产品使用指定券商经

纪业务等形式赚取的佣金，受市场波动影响较传统经纪业务更小。

3.4 政策持续规范化，头部券商优势突出

券商场外衍生品业务持续规范化。继 2020 年 9 月《证券公司场外期权业务管理办法》对场外期权业务进行了详细的规范指导后，2021 年券商场外衍生品业务规范化改革继续推进。2021 年 4 月证监会下发《证券公司收益互换业务管理办法（征求意见稿）》；同年 8 月，证监会机构部要求各券商强化“雪球产品”场外期权的风险控制，有利于券商规范新业务运营、强化全面风险管理。12 月 3 日，监管连续发布《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》和《证券公司收益互换业务管理办法》，聚焦投资者权益、强调券商专业服务能力 and 合规风控水平，重点规范场外衍生品业务发展。新规落地后，短期将影响市场规模、长期将有益于行业在规范、健康、有序发展。而头部券商具备牌照优势，在定价能力、风控能力、客户储备、资本实力等方面占据显著优势，将持续受益。具体来看：

12 月 3 日，四部门联合发布《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》。意见稿要求衍生品的认定遵循实质重于形式的原则，部分符合衍生品基本特征的产品应当向相关金融管理部门报告，新产品和新业务将尤其受到监管关注，将大大规范场外衍生品业务的发展。此外，意见稿要求产品报告、加强渠道规范、提高参与要求等，实质上提高了个人客户间接参与场外衍生品市场的门槛，从源头上加强消费者保护。其中，意见稿在渠道方面明确要求银行保险机构不得通过柜台与个人客户直接开展衍生品交易、强调其他金融机构为个人客户提供服务应当制定更为审慎的参与要求。中期协规定不得与自然人签订业务合同或开展场外衍生品交易，此前个人客户主要通过收益凭证、结构性存款等结构化产品间接参与场外衍生品市场。若意见稿落地，券商将成为个人客户间接参与场外衍生品市场的主要入口，能够充分发挥券商在专业能力、人才积累和产品创设等方面的比较优势，助力衍生品业务规范健康发展，避免短期过快扩张、市场乱象频出、消费者权益受损等负面影响。

同日，《证券公司收益互换业务管理办法》正式稿落地。新规要求：1）规定场外互换与场外交易商牌照挂钩，目前一级交易商 8 家、二级交易商 33 家，利好头部券商；2）明确对手方应符合专业投资者标准；3）明确收益互换标的不得挂钩私募基金及资管计划等私募产品、场外衍生品、不区分互换业务模式，将助监管穿透底层资产、有效监控杠杆率；4）强化风险控制，将收益互换业务纳入全面风险管理体系，要求券商设定初始及维持保证金比例，明确多空互换的保证金 $\geq 25\%$ ，其余权益类互换 $\geq 100\%$ ；其余融资融券型互换规模将受到明显限制。私募基金是收益互换最主要的交易对手（21H1 交易规模占比 60%），主要通过跨境收益互换进行境外股票投资；因此新规落地后，短期对跨境收益互换的规模影响最大。但长期来看，收益互换新规旨在推动证券公司提升专业服务能力和合规风控水平，将有益于行业健康有序发展。

图表 33 场外衍生品市场部分政策变化

时间	主要内容
2015 年 11 月	证监会叫停融资类收益互换，不得通过场外衍生品业务向客户融出资金，供客户交易沪深交易所及新三板上市、挂牌公司股票
2016 年 11 月	证监会下发《关于进一步规范证券投资基金经营机构参与场外衍生品交易的通知》，禁止场外衍生品市场参与人为客户提供融资或变相融资服务；禁止为非标资产规避监管行为提供服务或便利
2017 年 5 月	证监会下发《关于加强场外衍生品业务自律管理的通知》，善场外衍生品业务备案及数据报送；加强场外衍生品业务合规管理和风险控制；强化场外衍生品业务自律管理措施
2018 年 5 月	证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》，将证券公司分为一级交易商和二级交易商，并明确未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务
2019 年 2 月	中期协发布《期货公司风险管理公司业务试点指引》，明确主要业务类型，新增对未能达到相应条件公司的限制措施，细化风险管理公司业务发展的负面清单
2020 年 1 月	国资委下发《关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知》，从落实监管责任、严守套保原则、有效管控风险、规范业务操作、强化监督检查、建立报告制度六个角度加强金融衍生业务管理
2020 年 9 月	证券业协会发布《证券公司场外期权业务管理办法》，资质要求方面，差异化匹配分类评级情况；适度扩大标的范围方面，可挂钩个股标的范围适度扩大至融资融券标的范围；投资者适当性方面，将商品类场外期权交易对手方调整至专业机构投资者；稳定业务预期方面，对于不再属于交易商的证券公司设置一年过渡期。

2021 年 4 月	证券业协会下发了《证券公司收益互换业务管理办法（征求意见稿）》，加强对收益互换业务的合规和风控要求，引导券商收益互换业务合规有序发展。
2021 年 8 月	证监会机构部向各券商发文，要求强化“雪球”产品的风险管控
2021 年 12 月	《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见(征求意见稿)》出台，在对现有监管规则进行集中整合的同时，进一步补齐监管短板、强化机构内控管理要求、加强投资者保护，重点规范场外衍生品、促进衍生品业务规范健康发展。
2021 年 12 月	中证协发布《证券公司收益互换业务管理办法》，要求未取得交易商资质的证券公司不得新增收益互换业务、存量业务在一年内存有序了结，旨在促进证券公司收益互换业务规范健康发展。

资料来源：中国政府网，证监会，央行，中期协，财联社，平安证券研究所

衍生品业务经营门槛高，龙头券商率先布局、持续受益。场内衍生品做市业务、场外收益互换和期权等业务需要券商持有资产头寸，对券商资本实力要求较高。衍生品业务对机构客户资源要求较高，本身自带杠杆的属性决定了其对券商风控能力提出更高要求。此外，做市商、场外衍生品交易商牌照有限，对定价能力和产品创设能力要求高，中小券商进入门槛高，龙头券商天然具备优势，2021 年头部券商新增收益互换牌照，在资本实力、客户储备、定价能力、风控能力等方面占据显著优势，将持续受益。

图表34 场外期权交易商名单

	公司名称
一级交易商（8 家）	第一批（2018.08）：广发证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券
	证监会批准（2021.01）：申万宏源证券
二级交易商（33 家）	第一批（2018.08）：财通证券、东方证券、东吴证券、国信证券、海通证券、平安证券、申万宏源证券、浙商证券、银河证券
	第二批（2018.09）：长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券
	第三批（2018.12）：东兴证券、光大证券、国联证券、华福证券、华西证券、南京证券、山西证券
	第四批（2019.04）：安信证券、东莞证券、天风证券
	第五批（2019.11）：信达证券、中泰证券、中银国际证券
	第六批（2020.10）：东北证券、东方财富证券
	第七批（2020.11）：瑞银证券
	第八批（2020.12）：华鑫证券
	第九批（2021.01）：华宝证券
	第十批（2021.03）：长江证券
	第十一批（2021.07）：华创证券
	第十二批（2021.09）：国元证券

资料来源：证监会，平安证券研究所

四、投资建议及风险提示

4.1 投资建议

当前时点来看，财富管理主线短期更为明确；长期来看，重资产业务发展势在必行。截至 2021 年 11 月 30 日，行业 2021 年估值仅 1.93 倍 PB，仍位于行业中枢之下，具备较高配置价值。建议关注财富管理主线优质标的东方财富、东方证券，以及综合实力持续领先行业的中金公司、中信证券。

政策支持、居民需求驱动，财富管理业务转型大势所趋。财富管理业务以产品为基础、渠道为核心、服务至上，稳定的收益率是增强客户粘性、经营存量客户的要素之一；而渠道优势不仅体现在大众客户的流量入口，更有富裕客户的需求挖掘。券商在权益类财富管理业务上齐聚产品、渠道和服务三大比较优势，建议优先关注比较优势的特色券商：标的具有稀缺性的互联网财富管理平台东方财富和富裕客群空间广阔、在投研能力和产品创设能力上具备领先优势的东方证券。

券商重资产业务转型势在必行、政策规范业务发展并不断松绑，多因素催生衍生品业务需求，场外衍生品业务空间广阔。一方面，场外衍生品市场的买方是机构投资者，理财、私募、资管等机构是衍生品最大的需求方，机构客户基础好的龙头公司将率先抢占市场份额；另一方面，衍生品业务属于重资本业务，业务规模扩张的前提是资本充足、而场外衍生品自身设计和风险定价的复杂性对券商人才素质提出更高要求。建议关注具备机构客户和高净值客户基础、资本实力雄厚、产品创设能力强、人才队伍建设完善的龙头券商，如中金公司、中信证券。

4.2 风险提示

- 1) 权益市场大幅波动，市场交投活跃度下滑；
- 2) 宏观经济修复不及预期，投资需求回落；
- 3) 资本市场改革进度不及预期；
- 4) 衍生品自带杠杆，业务风险较高；同时，政策变动对衍生品的业务范围影响较大、业务创新不确定性强，若部分市场主体无序扩张、监管收紧，将影响场外衍生品市场发展。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033