

财富管理、机构业务是券商中长期优质赛道

证券行业

推荐 (维持评级)

核心观点

- **证券板块业绩与估值继续背离** 证券行业业绩向好，景气向上延续。2018-2021年，行业净利润年均复合增速达42%，2021年在高基数上继续增长21%。然而，板块股价表现整体疲软。年初以来，受美联储加息缩表预期、国内疫情反复、俄乌冲突升级、地缘政治风险加剧、大宗商品涨价引发通胀预期等多重因素影响，资本市场避险情绪升温，成交量收缩，证券板块下跌10.64%，跑输沪深300指数3.38个百分点。板块PB1.43X，估值低位，业绩与估值继续背离。
- **新发展阶段下财富管理产业链发展空间广阔** 当前我国经济转向高质量发展阶段，国内生产总值突破100万亿元，人均GDP超过1万亿美元，居民财富快速积累，可投资资产规模快速提升，资产配置从实物资产加快向金融资产转变。随着“房住不炒”政策定位、银行理财打破刚兑、加速净值化转型以及利率下降，居民权益类资产配置比重上升是大趋势，为财富管理市场带来增长空间。同时，财富管理机构扩容，产品不断丰富，市场创设更多适应家庭财富管理需求的金融产品，也有助于财富管理市场发展壮大。大财富管理业务是券商中长期优质赛道，产业链上的代销金融产品、参控股公募基金、资产管理等业务空间扩容。
- **资本市场生态重塑，机构化大幕拉开** 资本市场投资者结构优化，专业机构投资者规模及占比提升，机构化趋势显现。上海证券交易所发布数据来看，从2010年到2020年，全部自然人持股市值由3.27万亿元增加到8.7万亿元，年均复合增速10.28%，占比减少0.2个百分点；专业机构投资者持股市值由2.25万亿元增加到6.74万亿元，年均复合增速11.62%，占比增长1.89个百分点。随着海外资金、社保基金、养老金、企业年金、银行理财、保险资金的持续入市以及居民储蓄资金增配权益资产，我国资本市场投资者机构化趋势将进一步加快。
- **机构业务成长空间广阔，成为券商重要发力点** 资本市场生态变革，机构化趋势显现，为券商机构业务发展提供机遇。与机构客户相关的机构经纪、销售、托管外包、交易、风险控制等业务需求提升。政策红利持续释放为券商开展机构交易服务提供有利环境，同时，市场投资主体变化、机构投资者发展壮大、市场波动率提升、客户套保、风险对冲、多元化策略构建需求增长，推动机构交易服务业务发展。头部券商凭借业务资质、资本实力、客户资源以及风控能力，深度受益。托管外包业务发展提速，获客引流，带动多项前台业务发展。融券业务是机构客户服务的重要环节，券商加快融券平台建设，促进业务发展。
- **投资建议** 我国经济转向高质量发展阶段，国内生产总值突破100万亿元，人均GDP超过1万亿美元，居民财富快速积累，可投资资产规模快速提升，资产配置从实物资产加快向金融资产转变，权益资产配置需求提升。监管引导机构投资者入市，投资者结构优化，专业机构投资者规模及占比提升，机构化趋势显现，深化机构投资者服务是券商打造核心竞争力的着力点。资本市场生态变革环境下，财富管理、机构业务领域优势券商将具备核心竞争力，财富管理、机构业务是券商中长期优质赛道。综合考虑证券行业经营环境，在悲观、中性、乐观假设下，我们测算证券行业2022年净利润同比增速分别为-3.29%/9.76%/20.44%。当前板块1.43XPB，处于2010年以来10%分位数以下，估值低位，维持“推荐”评级。个股方面，推荐财富管理、机构业务领域优势明显的券商东方财富(300059.SZ)、东方证券(600958.SH)以及中金公司(601995.SH)、华泰证券(601688.SH)。
- **风险提示** 监管政策收紧的风险；业绩受市场波动影响大的风险。

分析师

武平平

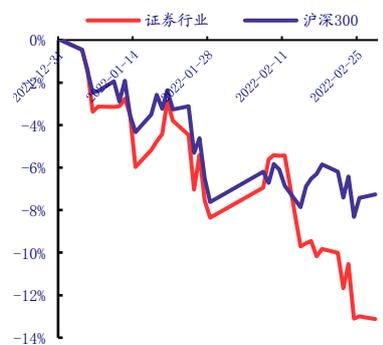
☎: 010-80927619

✉: wupingping@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516020001

行业数据

2022.3



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

目录

一、板块表现弱于大盘，估值处于低位.....	3
(一) 证券板块在资本市场中的表现.....	3
1. 证券板块总市值位居市场前列，板块市值占比下降.....	3
2. 板块股价表现弱于沪深 300 指数，二级行业指数排名居后.....	3
(二) 2022 年以来板块行情复盘.....	4
(三) 估值低位，财富管理、机构业务优势券商具备核心竞争力.....	6
二、资本市场深改延续，北交所转板制度落地、全面注册制提速.....	7
(一) 新三板改革深化，北交所转板制度落地.....	7
(二) 政府工作报告要求全面实行注册制，全面注册制提速.....	7
三、行业业绩向好，景气上行延续.....	8
四、新发展阶段下财富管理产业链发展空间广阔.....	11
(一) 居民金融资产配置需求提升，财富管理市场空间广阔.....	11
(二) 财富管理转型成效显著，券商代销金融产品收入增长显著.....	12
(三) 参控股公募基金证券公司收益丰厚.....	14
(四) 中国资产管理市场发展潜力大，券商业务转型加速推进.....	16
五、机构业务成长空间广阔，成为券商重要发力点.....	17
(一) 资本市场生态重塑，机构化大幕拉开.....	17
(二) 机构交易服务业务需求提升，支撑券商扩表提收益.....	18
1. 政策红利持续释放为券商开展机构交易服务提供有利环境，收益互换业务新规发布.....	18
2. 场外衍生品名义本金突破两万亿元大关.....	19
3. 衍生类创新业务助力券商扩表提收益，头部券商强者恒强.....	20
(三) 托管外包业务发展提速，获客引流.....	20
(四) 融券业务成为券商必争蓝海.....	22
1. 投资者需求增长，融券规模提升.....	22
2. 融券业务是机构客户服务的重要环节.....	23
六、投资建议.....	23
七、风险提示.....	24
插图目录.....	25
表格目录.....	25

一、板块表现弱于大盘，估值处于低位

(一) 证券板块在资本市场中的表现

1. 证券板块总市值位居市场前列，板块市值占比下降

依据二级行业分类，截至 2022 年 2 月 28 日，证券板块累计市值 2.87 万亿元，在所有二级行业中排名第 3。证券板块 A 股市值占比下降，截至 2022 年 2 月 28 日，证券板块市值占比 3.02%，较上年末下降 0.29 个百分点。

图 1：2020 年以来券商板块市值占比变化

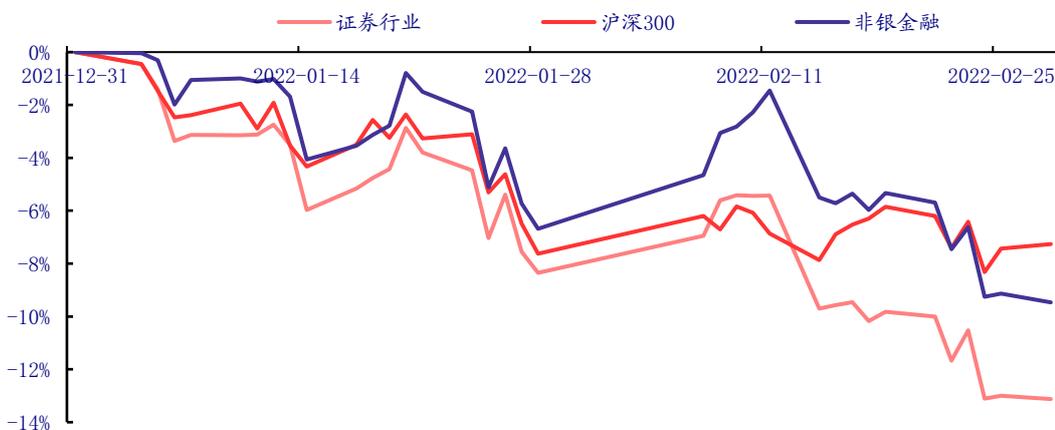


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 板块股价表现弱于沪深 300 指数，二级行业指数排名居后

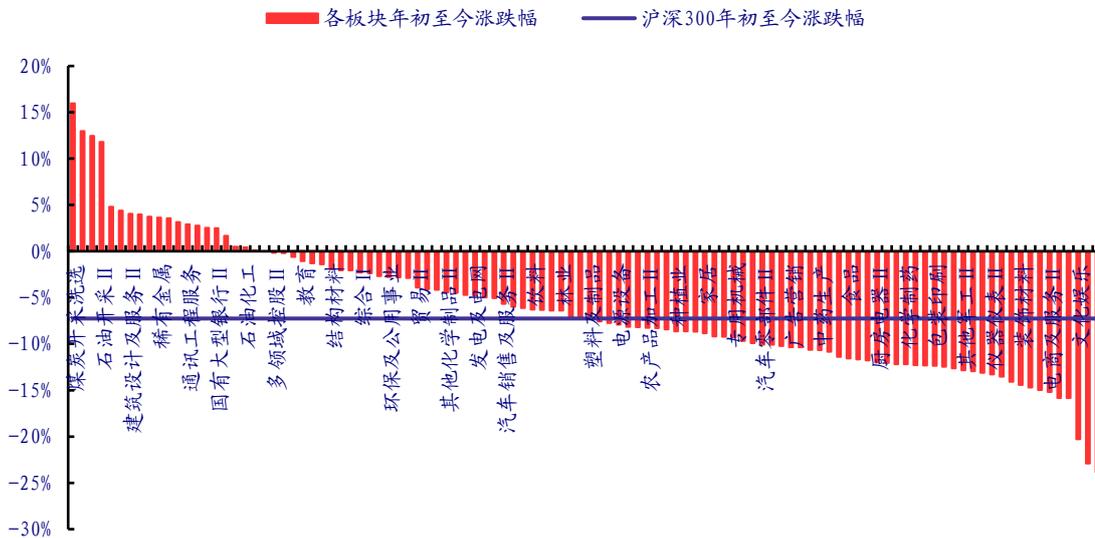
证券板块股价表现弱于沪深 300 指数，在二级行业指数中排名居后。2022 年初至今(截至 2 月 28 日)，证券板块下跌 10.64%，跑输沪深 300 指数 3.38 个百分点，在 108 个二级行业指数中排名第 78 位。

图 2：证券板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3: 各二级行业指数涨跌幅

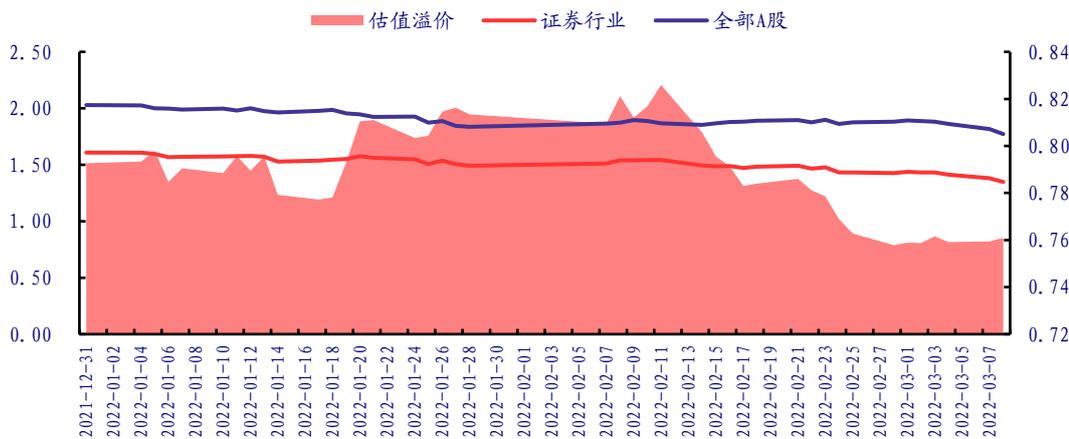


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 2022 年以来板块行情复盘

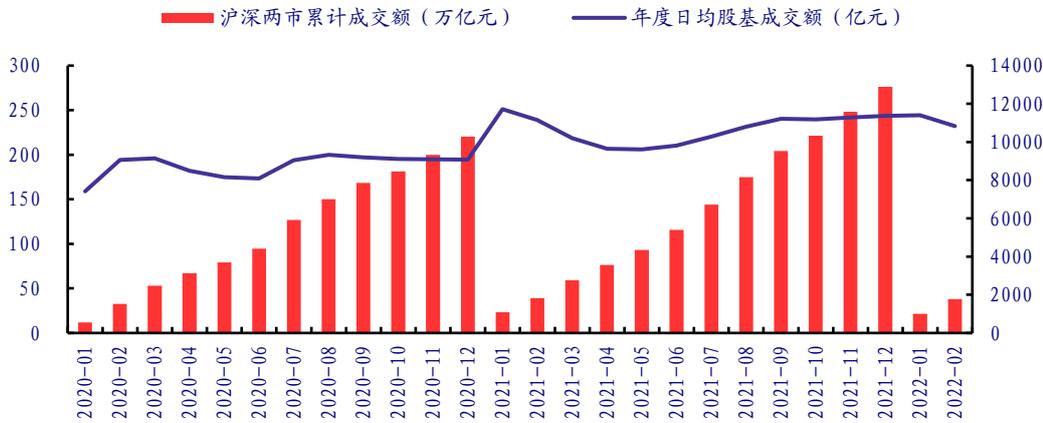
2022 年以来,受美联储加息缩表预期、国内疫情反复、俄乌冲突升级、地缘政治风险加剧、大宗商品涨价引发通胀预期等多重因素影响,资本市场避险情绪升温,成交量收缩,证券板块表现疲软。截至 2022 年 2 月末,市场累计股基成交额 37.93 万亿元,日均股基交易额 1.08 万亿元,同比下降 2.85%,环比下降 4.9%。截止 3 月 8 日,两融余额 1.72 万亿元,相较上年末下降 6.11%,风险偏好下降。1 月 1 日至 3 月 8 日,板块市净率由 1.61 倍下降至 1.35 倍,相对全部 A 股溢价水平由 0.79 倍下降至 0.76 倍。

图 4: 2022 年以来证券板块与全部 A 股估值对比



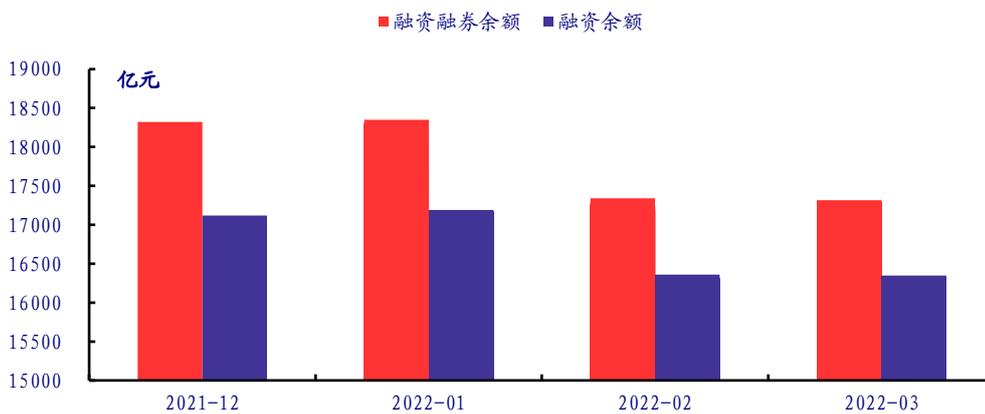
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: 沪深两市股基成交额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

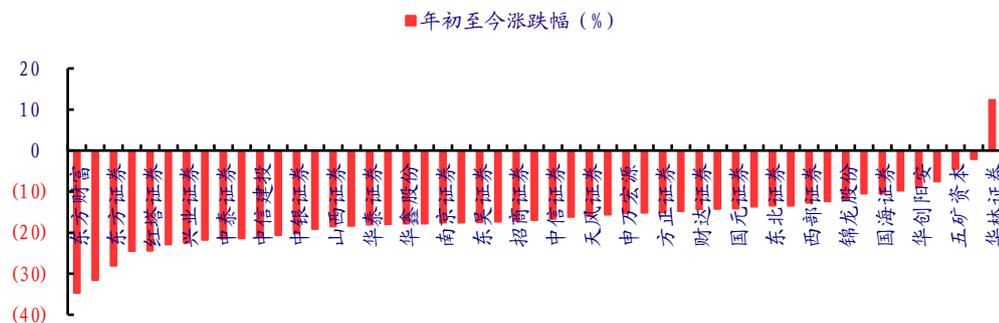
图 6: 市场两融余额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

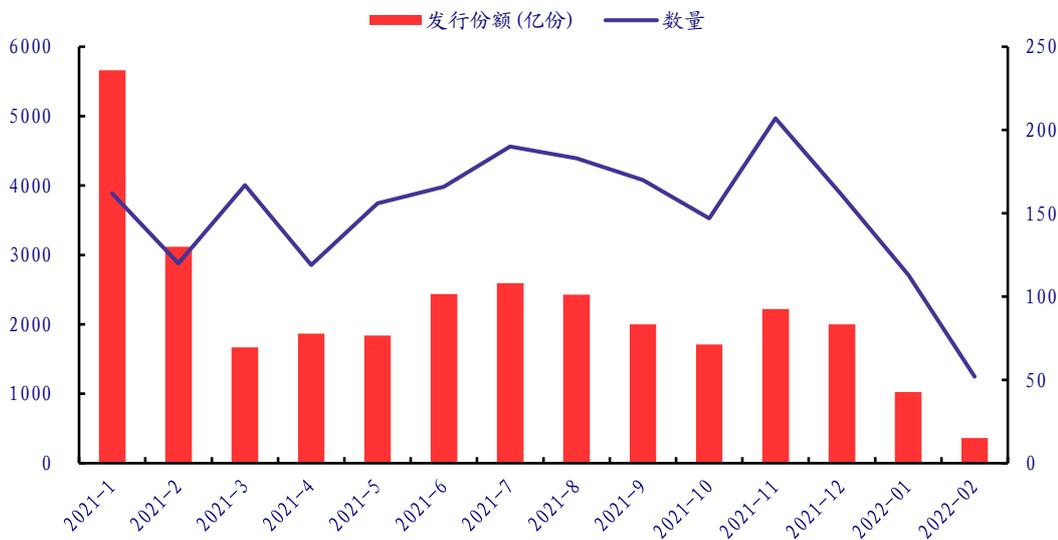
财富管理概念个股跌幅靠前。市场波动、新成立基金发行份额下降引发市场对财富管理产业链业绩增长担忧叠加前期涨幅较大,相关财富管理概念个股深度调整,东方财富、广发证券、东方证券分别下跌 34.63%、31.56%以及 28.02%。依据 wind 数据统计,2022 年 1 月,新成立基金发行份额 1025.23 亿份,环比缩水 49%,2 月新成立基金发行份额 362.6 亿份,环比缩水 65%。

图 7: 年初至今板块个股涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 新成立基金发行份额及数量



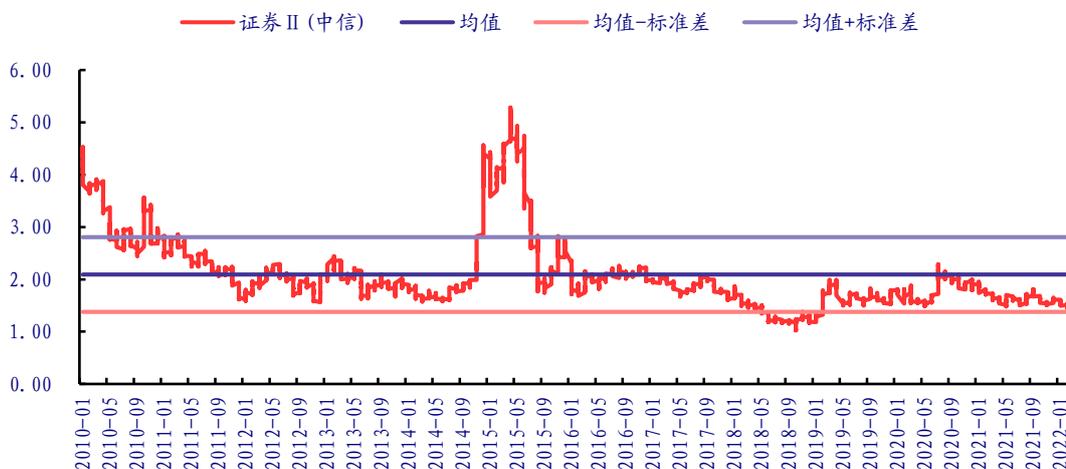
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 估值低位, 财富管理、机构业务优势券商具备核心竞争力

当前板块估值处于历史低位, 安全边际高。当前板块 PB1.43X, 2010 年至今证券行业 PB 均值为 2.09X, 中位数为 1.89X, 均值±标准差区间为 [1.38X, 2.81X], 估值处于 2010 年以来 10% 分位数以下, 防御与反弹攻守兼备。

未来十年权益市场大发展, 居民资产配置结构持续调整, 金融资产占比提升, 权益资产配置需求会进一步增加。投资者结构优化, 专业机构投资者快速壮大, 机构化趋势明显。资本市场生态变革环境下, 财富管理、机构业务领域优势券商将具备核心竞争力。

图 9: 证券板块历史估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、资本市场深改延续，北交所转板制度落地、全面注册制提速

（一）新三板改革深化，北交所转板制度落地

北交所向科创板、创业板转板细则发布，转板制度落地。2022年3月4日，上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布《北京证券交易所上市公司向上海证券交易所科创板转板办法（试行）》以及《深圳证券交易所关于北京证券交易所上市公司向创业板转板办法（试行）》。核心看点如下：（1）上市年限连续计算。北交所上市公司申请转板，应当已在北交所连续上市一年以上，转板公司在北交所上市前，已在全国中小企业股份转让系统原精选层挂牌的，原精选层挂牌时间与北交所上市时间合并计算。（2）股本总额不低于3000万元；股东人数不少于1000人；公众股东持股比例达到转板公司股份总数的25%以上；转板公司股本总额超过人民币4亿元的，公众股东持股的比例为10%以上。（3）开盘价为申请转板前最后一个有成交交易日的收盘价。（4）转板公司控股股东、实际控制人及其一致行动人在转板上市12个月内不得减持股份。

转板上市机制建立，对于完善多层次资本市场建设意义深远。细则的发布，丰富了挂牌公司上市路径，打通了中小企业成长壮大的上升通道。相较海外成熟市场，我国各层次资本市场间欠缺流动性，不具备完善的升降级转板制度，各板块之间存在屏障，公司难以根据发展情况在各层次市场间有效流转。转板制度的建立，有助于促进多层次资本市场互联互通、优势互补、错位发展，增强服务实体经济能力。

表 1: 沪深交易所发布北交所转板细则

日期	事件	主要内容	我们的分析与判断
2022/03/04	北交所向科创板、创业板转板制度落地	（1）上市年限连续计算。北交所上市公司申请转板，应当已在北交所连续上市一年以上，转板公司在北交所上市前，已在全国中小企业股份转让系统原精选层挂牌的，原精选层挂牌时间与北交所上市时间合并计算。 （2）股本总额不低于3000万元；股东人数不少于1000人；公众股东持股比例达到转板公司股份总数的25%以上；转板公司股本总额超过人民币4亿元的，公众股东持股的比例为10%以上。 （3）开盘价为申请转板前最后一个有成交交易日的收盘价。 （4）转板公司控股股东、实际控制人及其一致行动人在转板上市12个月内不得减持股份。	转板上市机制的建立，对于完善多层次资本市场建设意义深远。细则的发布，丰富了挂牌公司上市路径，打通了中小企业成长壮大的上升通道。相较海外成熟市场，我国各层次资本市场间欠缺流动性，不具备完善的升降级转板制度，各板块之间存在屏障，公司难以根据发展情况在各层次市场间有效流转。转板制度的建立，有助于促进多层次资本市场互联互通、优势互补、错位发展，增强服务实体经济能力。

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所，中国银河证券研究院整理

（二）政府工作报告要求全面实行注册制，全面注册制提速

资本市场深化改革延续，全面实行注册制写入政府工作报告。2022年3月5日，政府工作报告对资本市场建设作出部署，要求完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。在我国经济高质量发展、解决供给侧矛盾问题、提高直接融资比重条件下，资本市场作为推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽地位进一步增强，资

本市场深化改革延续,注册制作为我国资本市场基础制度改革突破口的突破口,增量市场改革持续向存量市场改革推进,意义深远。近年来,政府工作报告对注册制进行持续部署,从设立科创板并试点注册制、改革创业板并试点注册制、稳步推进注册制改革到当前的全面实行股票发行注册制,全面注册制提速,利好龙头券商。

后续随着注册制全面推进,融资效率提升,融资结构有望进一步改善,直接融资大发展。注册制以信息披露为核心,精简优化发行条件,降低盈利硬约束,提升包容性,鼓励符合国家产业战略方向、拥有核心技术的中小创企业通过资本市场融资,发展壮大,企业上市门槛降低,助推经济高质量发展。

表 2: 历年政府工作报告对注册制论述

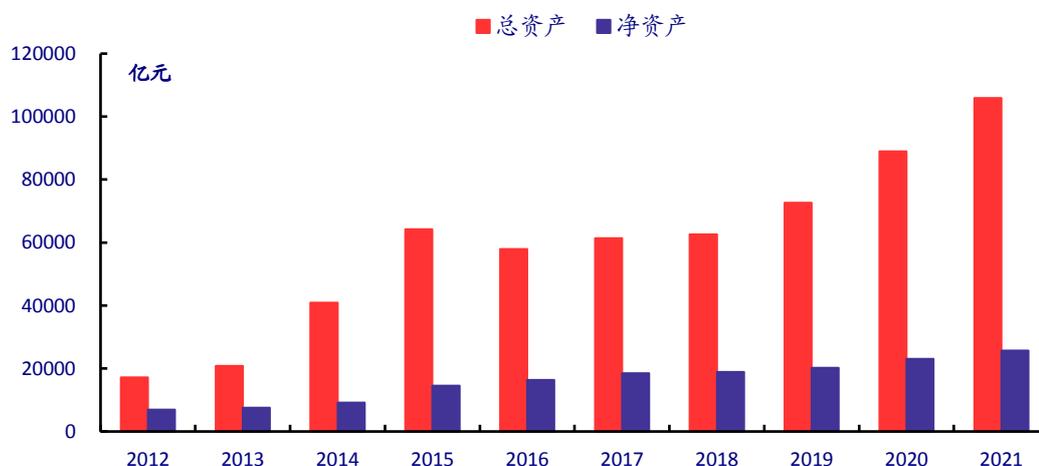
年份	相关内容
2019 年政府工作报告	改革完善金融支持机制, 设立科创板并试点注册制 , 鼓励发行双创金融债券, 扩大知识产权质押融资, 支持发展创业投资。
2020 年政府工作报告	推进要素市场化配置改革。 改革创业板并试点注册制 , 发展多层次资本市场。
2021 年政府工作报告	稳步推进注册制改革 , 完善常态化退市机制, 加强债券市场建设, 更好发挥多层次资本市场作用, 拓展市场主体融资渠道。
2022 年政府工作报告	完善民营企业债券融资支持机制, 全面实行股票发行注册制 , 促进资本市场平稳健康发展。

资料来源: 中华人民共和国中央人民政府官网, 中国银河证券研究院整理

三、行业业绩向好, 景气上行延续

证券行业资产规模突破 10 万亿大关。截至 2021 年末, 证券行业总资产规模达 10.59 万亿元, 相较上年末增长 19.07%; 净资产规模达 2.57 万亿元, 相较上年末增长 11.34%。

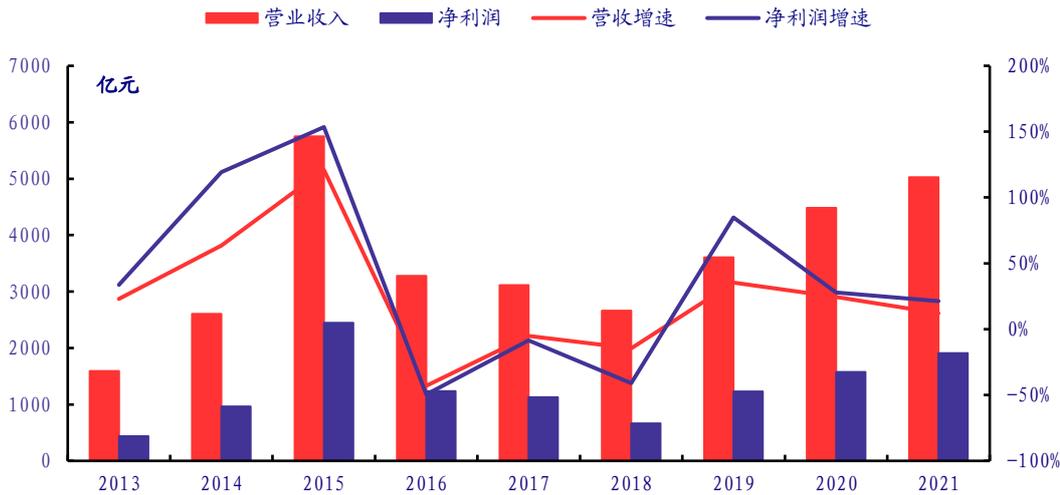
图 10: 证券行业资产规模情况



资料来源: wind, 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

证券行业景气上行延续,在高基数上继续实现稳健增长。依据证券业协会披露数据测算,2018-2021年,行业净利润年均复合增速达42%,2021年在高基数上继续实现稳健增长。2021年证券行业实现营收5024.10亿元,同比增长12.03%;实现净利润1911.19亿元,同比增长21.32%。依据分部业务量、价假设,在悲观、中性、乐观假设下,我们测算证券行业2022年净利润同比增速分别为-3.29%/9.76%/20.44%。

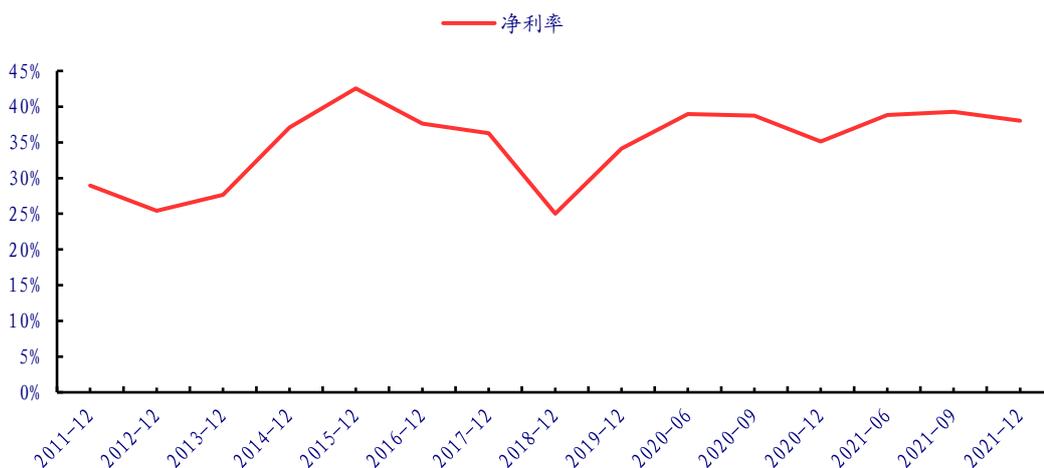
图 11: 证券行业业绩表现



资料来源: wind, 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

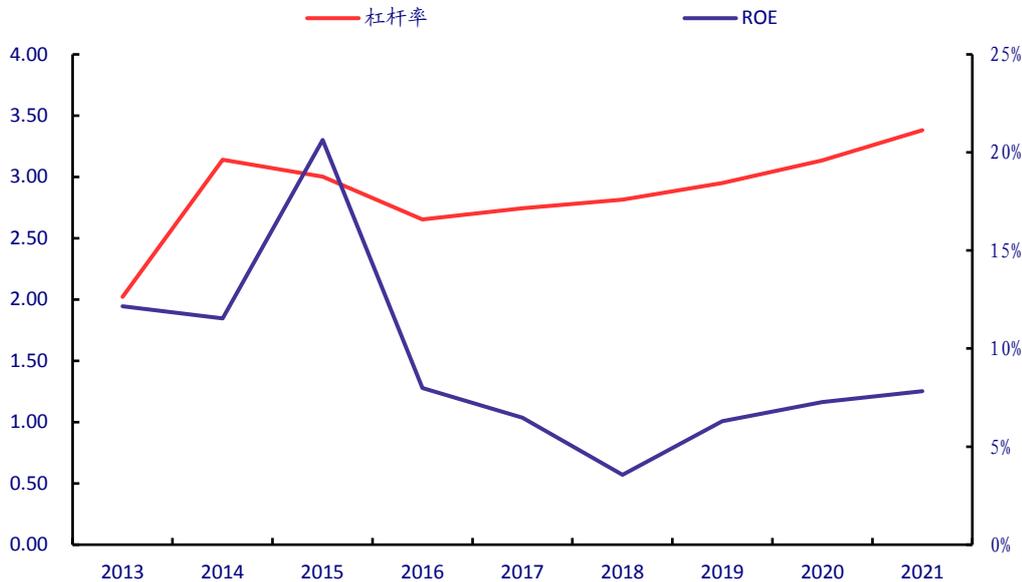
证券行业盈利能力提升,净利润率、杠杆、ROE均有提升。2021年证券行业净利润率达到了38.04%,相较于2020年提升2.91个百分点;行业杠杆率达3.38倍,相较于2020年提高7.88%;行业ROE达7.83%,相较于2020年提升0.56个百分点。

图 12: 证券行业净利润率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 证券行业杠杆率及 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

部分券商披露业绩预告, 头部券商强者恒强。部分证券公司发布 2021 年业绩预告, 发布业绩预告券商均实现盈利。头部券商业绩高增, 强者恒强。中信、国泰君安、招商证券营收、净利均超百亿元。中信证券营收、归母净利润分别为 765.70/229.79 亿元, 同比分别增长 40.80%/54.20%; 国泰君安营收、归母净利润分别为 426.69/150.13 亿元, 同比分别增长 21.22%/34.98%; 招商证券营收、归母净利润分别为 293.86/116.13 亿元, 同比分别增长 21.04%/22.35%。国信证券、东方财富披露了盈利区间, 归母净利润分别为 90-105 亿元、82-89 亿元, 同比分别增长 36%-59%、71.62% - 86.27%。2021 年券商信用减值计提减少, 多数券商净利增速高于营收增速。

表 3: 证券公司业绩预告一览表

	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营收同比	净利同比
中信证券	765.70	229.79	40.80%	54.20%
国泰君安	426.69	150.13	21.22%	34.98%
招商证券	293.86	116.13	21.04%	22.35%
光大证券	167.05	35.01	5%	50.00%
长城证券	77.57	17.66	12.93%	17.58%
东北证券	75.08	16.47	13.59%	23.51%
西部证券	67.67	14.17	30.53%	26.86%
国元证券	60.76	18.70	34.18%	36.52%
国海证券	51.68	7.86	15.30%	8.34%
南京证券	27.44	9.93	16.02%	22.65%
财达证券	25.38	6.52	23.82%	22.60%
东方财富	--	82-89	--	71.62% - 86.27%

国信证券	--	90-105	--	36%-59%
东方证券	--	50.38-55.82	--	85%-105%
太平洋	--	0.9-1.2	--	扭亏为盈
财通证券	--	24.07-26.36	--	5%-15%
中原证券	--	4.8-5.6	--	360.2%-436.9%
国联证券	--	8.80	--	49.72%
浙商证券	--	21.15-22.78	--	30%-40%
方正证券	--	16.45-18.65	--	50%-70%

资料来源: wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

四、新发展阶段下财富管理产业链发展空间广阔

(一) 居民金融资产配置需求提升, 财富管理市场空间广阔

新发展阶段下, 居民财富快速增长, 可投资金融资产规模提升, 为财富管理提供了广阔的发展空间。当前我国已经全面建成小康社会, 全面建设社会主义现代化国家新征程开启, 经济转向高质量发展阶段, 国内生产总值突破 100 万亿元, 人均 GDP 超过 1 万亿美元, 居民收入迈上新台阶, 财富快速积累, 可投资资产规模快速提升。依据招商银行、贝恩公司发布的《2021 中国私人财富报告》显示, 2020 年中国个人可投资资产总规模达 241 万亿元, 可投资资产超过 1000 万的高净值人群数量为 262 万人, 2010 年以来年均复合增长率分别为 14.54%/17.94%。预计到 2021 年, 我国高净值人员数量将达到约 300 万人。

图 14: 中国个人可投资资产规模

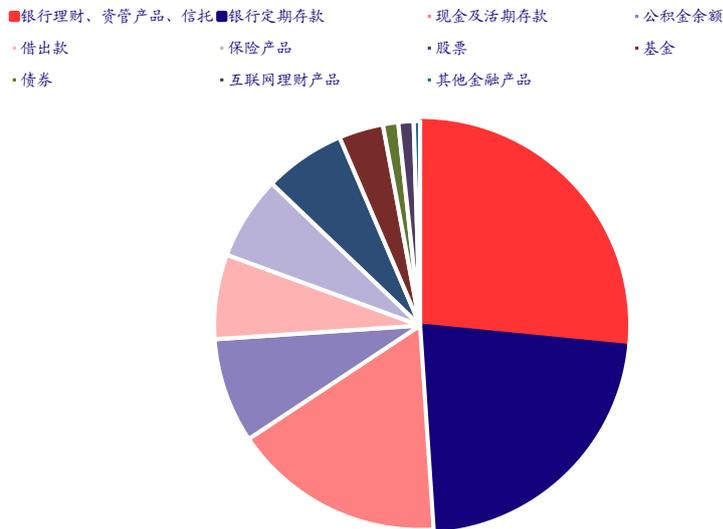


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

“房住不炒”、银行理财去刚兑、净值化转型以及市场利率下降推动居民金融资产配置需求提升, 资产配置加快从实物资产转向金融资产。依据央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查报告》, 我国城镇居民资产配置以实物资产为主, 主要配置房地产(占比 59.1%), 金融资产占总资产比重仅为 20.4%, 主要以银行理财、存款为主, 权益资产(股票+基金)占金融资产比重仅为 9.9%。我国居民金融资产、股基配置比例远低于海外发达国家。随着“房住不炒”政策定位、银行理财打破刚兑、加速净值化转型以及市场利率下降, 居民权益类资产

配置比重上升是大趋势，为财富管理市场带来增长空间。同时，财富管理机构扩容，产品不断丰富，市场创设更多适应家庭财富管理需求的金融产品，也有助于财富管理市场发展壮大。

图 15: 中国城镇居民家庭金融资产配置结构

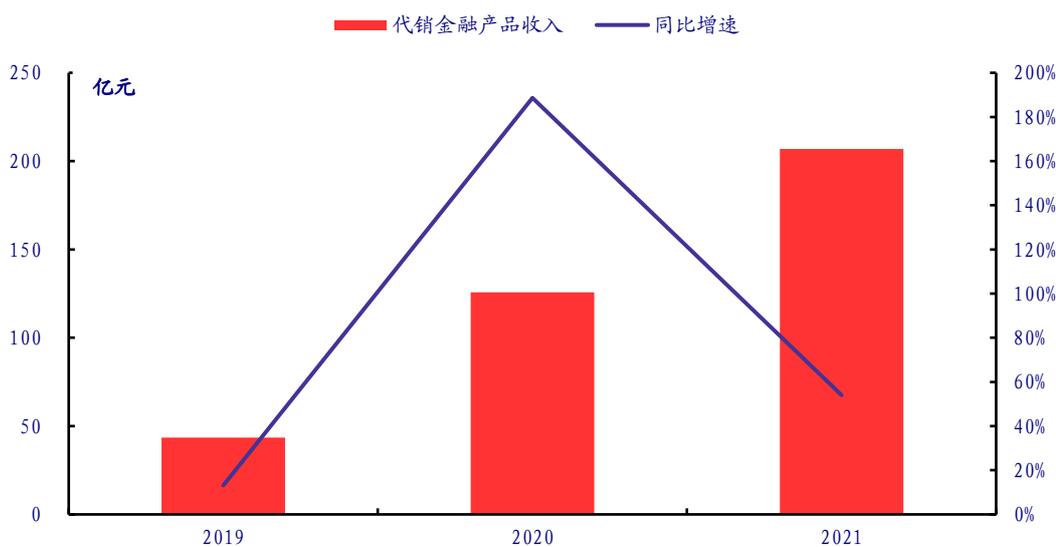


资料来源: 央行, 中国银河证券研究院整理

(二) 财富管理转型成效显著, 券商代销金融产品收入增长显著

证券行业持续推进财富管理转型, 代销金融产品收入快速增长。2021 年证券行业实现代理销售金融产品净收入 206.90 亿元, 同比增长 53.96%, 占经纪业务收入比重 13.39%, 提升 3.02 个百分点。

图 16: 行业代销金融产品收入及增速



资料来源: 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

中信、中金、广发证券代销金融产品收入超过 5 亿元。2021H1 中信证券、中金公司、广发证券、国信证券、中信建投、国泰君安、光大证券、华泰证券、招商证券以及中国银河代销金融产品收入位居行业 TOP10，分别为 14.28、5.99、5.17、4.7、4.59、4.45、4.36、4.06、3.99、3.54 亿元，同比分别增长 104.23%、119.22%、190.92%、95.18%、191.92%、480.83%、61.52%、119%、111.47%、172.72%。

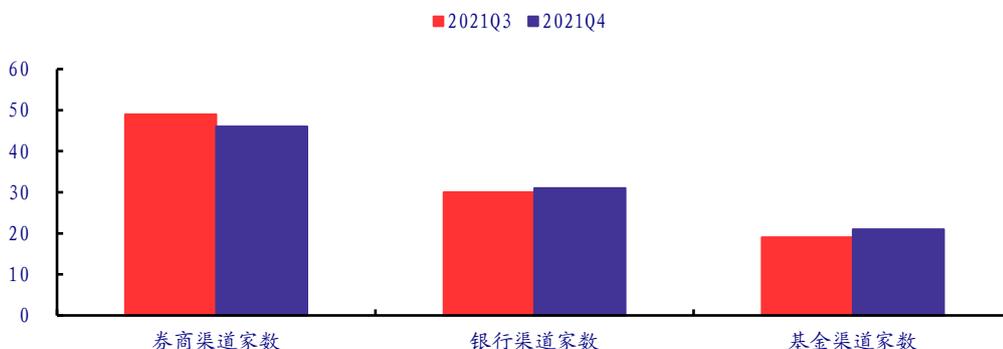
图 17: 2021 年上半年券商代销金融产品收入规模 TOP10 情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

天天基金销售保有规模快速增长, 券商渠道销售家数居首。基金业协会公布 2021Q4 销售机构公募基金保有规模 TOP100 数据。TOP100 公募基金销售机构中偏股型保有规模 6.46 万亿元, 环比增长 4.93%, 非货基保有规模 8.33 万亿元, 环比增长 8.67%。招商银行、蚂蚁基金以及天天基金位居偏股型公募基金销售前三位, 天天基金实现快速增长 (MOM: 10.95%), 排名超越工商银行。蚂蚁、招商银行、天天基金非货基销售保有规模持续位居行业前三名, 环比增速分别为 8.62%、11.41% 以及 16.53%。100 家销售机构中券商、银行、第三方基金销售公司家数分别为 46 家、31 家和 21 家。偏股型基金 (股票+混合公募) 销售中, 券商、银行以及第三方基金公司销售市占率分别为 14.54%/58.6%/26.36%, 环比分别变化 -0.77/-0.53/+2.41 个百分点。非货基销售中, 券商、银行以及第三方基金公司销售市占率分别为 12.2%/52.79%/34.55%, 环比分别变化 -0.96/-1.46/+4.94 个百分点。

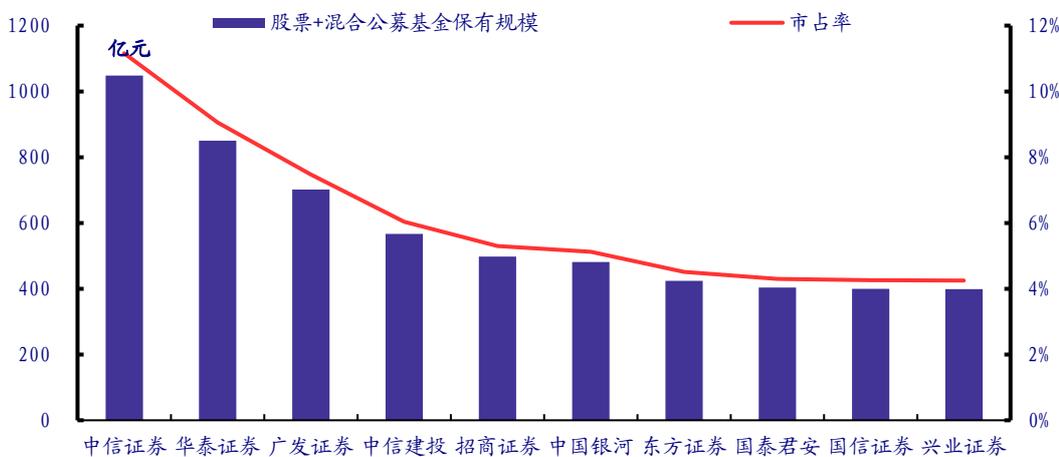
图 18: 各渠道公募基金销售家数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

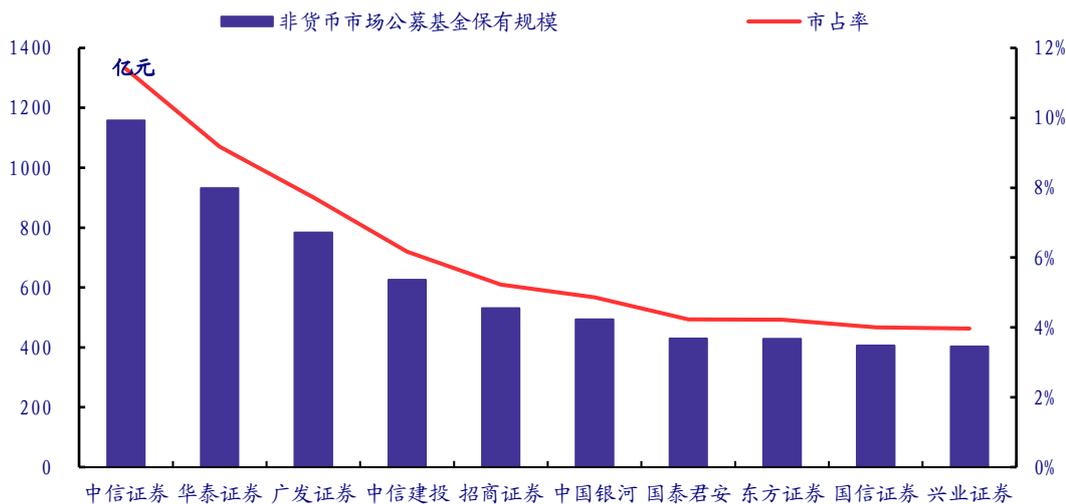
头部券商充分受益财富管理市场大发展，中信证券销售保有量超千亿。券商系销售机构中信、华泰、广发、中信建投、招商、中国银河、东方、国泰君安、国信以及兴业证券偏股型公募基金保有规模位居行业 TOP10，市占率分别为 11.16%/9.05%/7.47%/6.04%/5.3%/5.12%/4.51%/4.3%/4.26%/4.25%。中信、华泰、广发、中信建投、招商、中国银河、国泰君安、东方、国信以及兴业证券销售的非货基保有规模位居行业 TOP10，市占率分别为 11.4% /9.18% /7.72% /6.16% /5.23% /4.86% /4.23% /4.22% /4%/3.97%。中信证券是券商渠道唯一一个销售公募基金保有量超越千亿的机构主体，偏股型保有规模 1048 亿元，非货基保有规模 1158 亿元。财富管理大发展时代，头部机构将充分受益，强者恒强。

图 19：券商渠道偏股型公募基金销售保有规模 TOP10 情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 20：券商渠道非货基销售保有规模 TOP10 情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（三）参控股公募基金证券公司收益丰厚

居民储蓄资金借道公募基金投资权益市场，规模、收入扩容，参控股证券公司受益显著。

我们对行业参控股公募基金券商进行整理发现,行业中证券公司通过设立子公司或者联营企业形式布局公募基金业务。中信证券持股华夏基金比例为 62.2%,招商证券对招商基金、博时基金持股比例分别为 45%、49%,兴业证券持股兴证全球基金、南方基金比例分别为 51%、9.15%,申万宏源持股富国基金、申万菱信基金比例分别为 27.78%、67%,华泰证券持股南方基金、华泰柏瑞基金比例分别为 41.16%、49%,广发证券对广发基金、易方达基金持股比例分别为 54.53%、22.65%、东方证券对汇添富基金持股比例为 35.41%。**财富管理大发展时代,大型公募基金凭借品牌、专业实力,规模加速扩容,收入将会明显增厚,参控股该类公募基金的证券公司受益显著。**

表 4: 券商参控股公募基金情况

证券代码	证券简称	旗下基金公司	控股比例	营收(万元)	净利润(万元)	参控关系
600030.SH	中信证券	华夏基金管理有限公司	62.20%	365195	104871	子公司
601066.SH	中信建投	中信建投基金管理有限公司	75.00%	-7014	-9940	子公司
600918.SH	中泰证券	万家基金管理有限公司	49.00%	79400	16782	联营企业
600999.SH	招商证券	招商基金管理有限公司	45.00%	227815	78386	联营企业
		博时基金管理有限公司	49.00%	275396	80524	联营企业
601377.SH	兴业证券	兴证全球基金管理有限公司	51.00%	391600	137600	子公司
		南方基金管理股份有限公司	9.15%	346100	87600	联营企业
000166.SZ	申万宏源	富国基金管理有限公司	27.78%	399834	124194	联营企业
		申万菱信基金管理有限公司	67.00%	32660	7251	子公司
601688.SH	华泰证券	南方基金管理股份有限公司	41.16%	346059	87640	联营企业
		华泰柏瑞基金管理有限公司	49.00%	70820	20278	子公司
600837.SH	海通证券	富国基金管理有限公司	27.78%	399800	124200	联营企业
		海富通基金管理有限公司	51.00%	63700	17200	子公司
		海富产业投资基金管理有限公 司	67.00%	5800	1800	子公司
002736.SZ	国信证券	鹏华基金管理有限公司	50.00%	224052	61428	联营企业
601211.SH	国泰君安	华安基金管理有限公司	28.00%	172600	45000	联营企业
600109.SH	国金证券	国金基金管理有限公司	49.00%	8086	180	联营企业
000776.SZ	广发证券	广发基金管理有限公司	54.53%	447501	127235	子公司
		易方达基金管理有限公司	22.65%	677334	184060	联营企业
601788.SH	光大证券	大成基金管理有限公司	25.00%	77312	17700	联营企业
		光大保德信基金管理有限公司	55.00%	33012	8600	子公司
601198.SH	东兴证券	东兴基金管理有限公司	100.00%	644	-41	子公司
600958.SH	东方证券	汇添富基金管理股份有限公司	35.41%	460700	157000	联营企业
000783.SZ	长江证券	长信基金管理有限责任公司	44.55%	41211	10268	联营企业

资料来源:wind, 中国银河证券研究院整理

兴业证券、东方证券、广发证券、招商证券参控股公募基金业绩贡献度居于行业前列。公募基金规模、收入提升为参控股证券公司贡献业绩增量,未来随着公募基金市场发展,收入贡献将更为可观。2021H1 兴业证券、东方证券、广发证券、招商证券参控股公募基金业绩贡献度超过 10%,分别为 32.05%、20.59%、18.86%、13.01%。

表 5: 券商参控股公募基金净利润贡献度

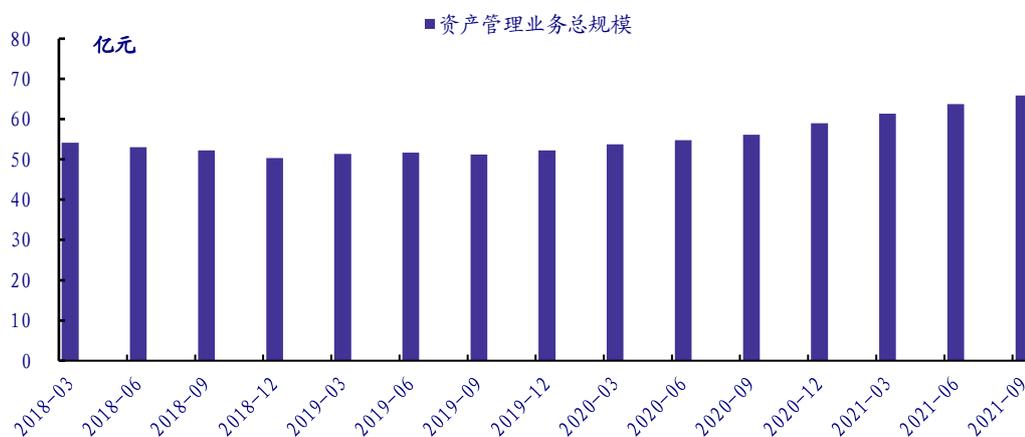
证券代码	证券简称	参控股公募基金净利润贡献度
601377.SH	兴业证券	32.05%
600958.SH	东方证券	20.59%
000776.SZ	广发证券	18.86%
600999.SH	招商证券	13.01%
000166.SZ	申万宏源	8.70%
002736.SZ	国信证券	6.41%
601688.SH	华泰证券	5.92%
600837.SH	海通证券	5.44%
600030.SH	中信证券	5.35%
600918.SH	中泰证券	4.83%
601788.SH	光大证券	4.05%
000783.SZ	长江证券	3.21%
601211.SH	国泰君安	1.57%
600109.SH	国金证券	0.09%

资料来源:wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 净利润贡献度=参控股公募基金 2021H1 净利润*持股比例/券商 2021H1 归母净利润。

(四) 中国资产管理市场发展潜力大, 券商业务转型加速推进

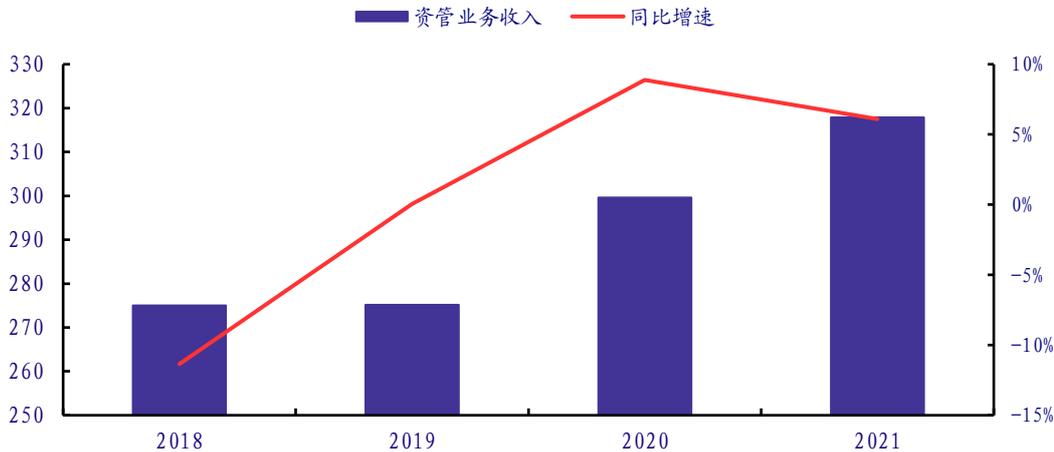
美国是全球最大的资产管理市场, 中国发展潜力大。当前全球资产管理规模突破万亿美元大关, 地域分布上北美地区占据约全球半壁江山。美国贡献北美地区 90% 以上规模, 稳居全球第一大市场。新兴市场中, 中国资产管理规模保持较快增长, 发展潜力大。截止 2020 年末, 中国资产管理规模达 58.99 万亿元, 同比增长 12.94%, 高于全球整体增速; 截止 2021 年末资产管理规模突破 67 万亿元, 同比增速进一步提高到 15.05%。未来, 随着居民储蓄资金持续流向资本市场, 权益资产配置需求提升, 中国资产管理市场规模将进一步扩容。

图 21: 中国资产管理规模


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

券商资产管理规模回升，收入回暖。依据证券业协会披露数据，2021年券商资产管理规模同比增长3.53%，主动管理转型提速，以主动管理为代表的集合资管规模大幅增长112.52%达到3.28万亿元，全年实现资管业务净收入317.86亿元，同比增长6.10%。

图 22: 券商资产管理业务收入及增速



资料来源：中国证券业协会，中国银河证券研究院整理

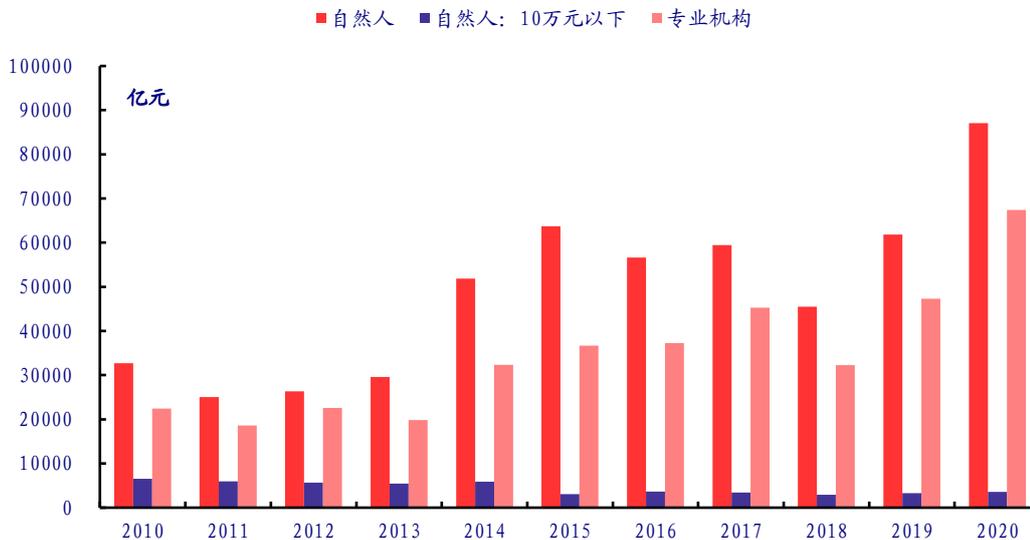
五、机构业务成长空间广阔，成为券商重要发力点

(一) 资本市场生态重塑，机构化大幕拉开

A股投资者结构优化，专业机构投资者规模及占比提升，机构化趋势显现，市场的定价权逐步转向机构投资者。上海证券交易所发布数据来看，从2010年到2020年，全部自然人持股市值由3.27万亿元增加到8.7万亿元，年均复合增速10.28%，占比由23.13%下降到22.93%，减少0.2个百分点；10万元以下自然人持股市值由0.65万亿元减少到0.35万亿元，年均复合增速-5.9%，占比由4.6%下降到0.93%，减少3.67个百分点；专业机构投资者持股市值由2.25万亿元增加到6.74万亿元，年均复合增速11.62%，占比由15.88%增加到17.77%，增长1.89个百分点。随着海外资金、社保基金、养老金、企业年金、银行理财、保险资金的持续入市以及居民储蓄资金增配权益资产，我国资本市场投资者机构化趋势将进一步加快，与机构客户相关的机构经纪、销售、托管外包、交易、风险控制等业务需求提升，构建机构业务生态圈，深化机构投资者服务是券商未来发展的必然选择。

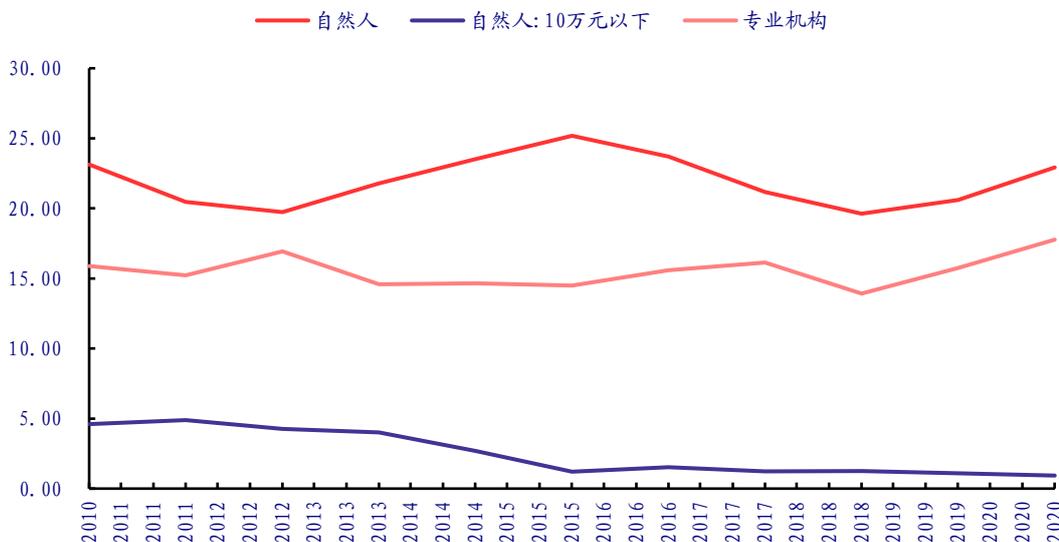
为发力机构业务，部分券商开始对组织架构、战略规划进行调整，比如中泰证券于2021年3月1日发布公告新设机构业务委员会，兴业证券持续推进大机构战略布局。

图 23: 不同类型投资者持股市值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 不同类型投资者持股市值占比(%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 机构交易服务业务需求提升, 支撑券商扩表提收益

1. 政策红利持续释放为券商开展机构交易服务提供有利环境, 收益互换业务新规发布

我国多层次资本市场建设持续完善, 监管逐步丰富衍生工具品种, 优化相关交易机制, 引导衍生品市场健康稳定发展。政策红利持续释放, 为券商开展机构交易服务业务提供了有利环境。

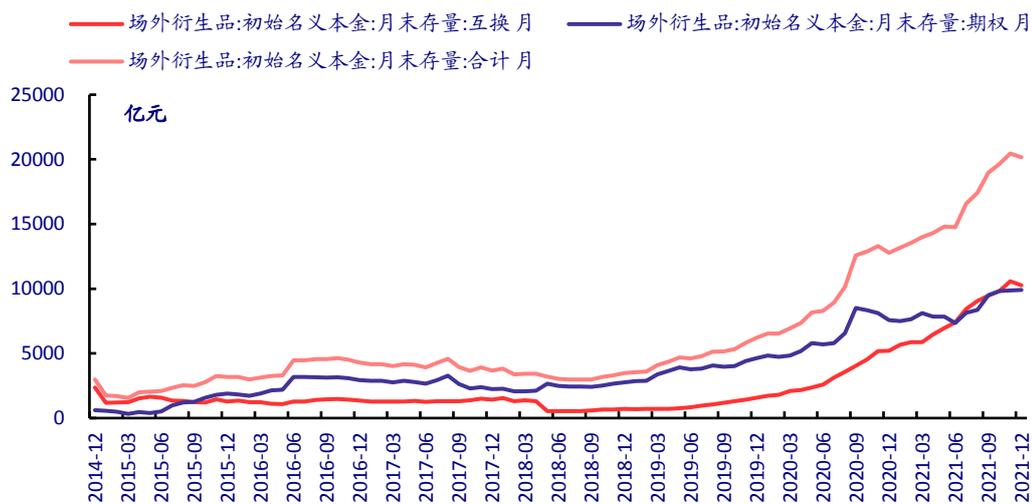
证券公司收益互换业务新规发布, 促进业务规范健康发展, 头部券商优势显著。2021 年

12月3日，中国证券业协会发布《证券公司收益互换业务管理办法》，从交易商管理、投资者适当性、交易标的及合约、保证金管理以及风控等方面规范业务运作。新规要求获得交易商资质的证券公司可以开展收益互换业务，未获得交易商资质的证券公司不得与客户开展收益互换业务，不得挂钩私募产品、场外衍生品，纳入证券公司全面风险管理体系。头部券商凭借业务资质、资本实力、客户资源以及风控能力，深度受益。

2、场外衍生品名义本金突破两万亿元大关

券商场外衍生品业务规模快速增长，突破两万亿元大关。证券公司经营的场外衍生品业务主要包括场外期权和收益互换。截至2021年末，场外衍生品名义本金达20167.17亿元，同比增长57.8%。其中，期权名义本金达9906.5亿元，同比增长30.87%；互换名义本金达10260.67亿元，同比增长96.91%。2021年三季度末，上市券商衍生金融资产规模780.42亿元，同比增长76.1%。其中，中信证券、中金公司、华泰证券、申万宏源以及国泰君安衍生品金融资产规模位居行业前五甲，资产规模分别为285.45/168.97/142.82/35.09/34.45亿元，同比分别增长50.54%/65.47%/331.08%/163.70%/35.43%。2021年1月申万宏源发布公告获得场外期权业务一级交易商资质，一级交易商可以与客户直接展开场内个股对冲操作，促进业务快速增长。

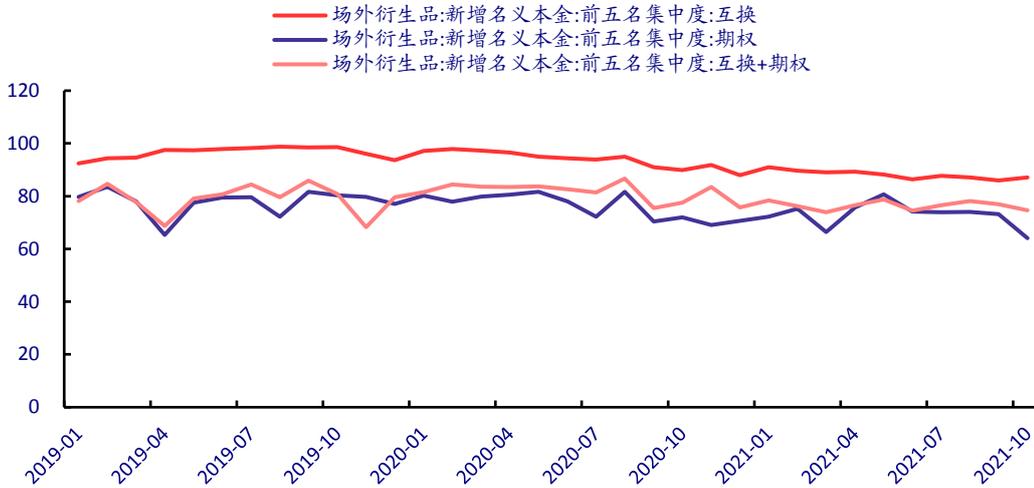
图 25: 场外衍生品存量情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

券商场外期权业务竞争加剧，集中度下降。根据证券业协会统计，截至2021年10月，新增名义本金TOP5券商在互换、场外期权集中度分别为87.09%和64.08%，同比分别下降2.75/7.95个百分点；在整个场外衍生品业务中集中度74.61%，同比下降2.98个百分点。

图 26: TOP5 券商场外衍生品集中度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、衍生类创新业务助力券商扩表提收益，头部券商强者恒强

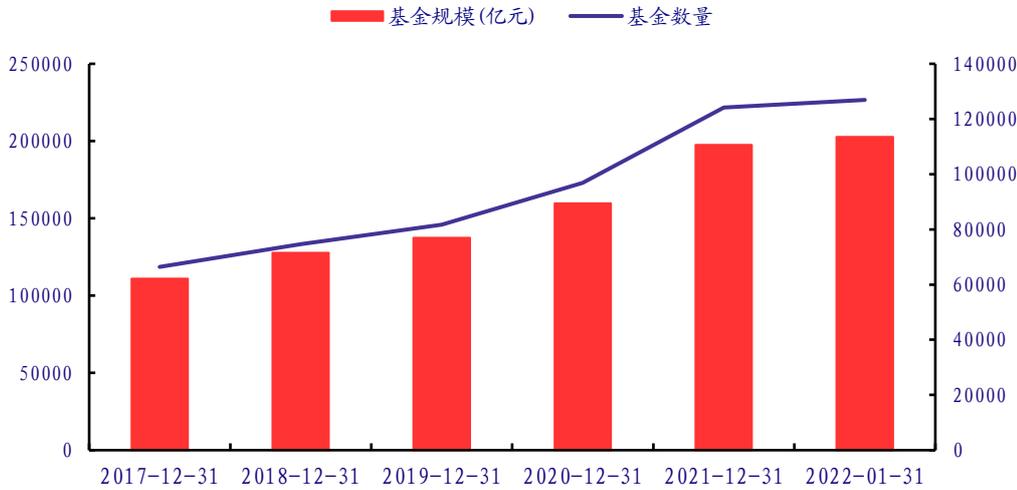
市场机构化趋势下，衍生品等创新业务需求提升，是券商服务机构客户的重要发力点。券商通过提高资产负债表业务运作能力，扩杠杆提收益，实现差异化竞争。头部券商凭借业务资质、资本实力、客户资源以及风控能力，深度受益。2019 年以来，中信、中金、华泰等头部券商纷纷扩大资产负债表，布局创新业务。

中金公司依托股票期权、指数期权、股票挂钩票据和基金衍生品等多种金融衍生产品以及做市商服务，为不同投资者提供多样化的资产管理工具和流动性支持，帮助投资者提升投资业绩表现和风险管理水平。公司目前在金融衍生品领域处于市场领先地位。公司是首批获准从事 OTC 衍生品业务的中资证券公司之一，并于 2018 年 8 月获得首批场外期权一级交易商资格，场外衍生品业务维持快速增长。公司的场外衍生品在管理股票投资风险敞口中承担重要作用。公司股票投资以场外衍生品交易对冲持仓为主，持有与客户签署的场外衍生品协议项下的标的资产，对冲该业务合约的市场风险敞口。公司运用资产负债表为客户提供高端金融服务，借助资产负债表扩张支撑其高于行业的 ROE 水平，持续为股东创造价值。

(三) 托管外包业务发展提速，获客引流

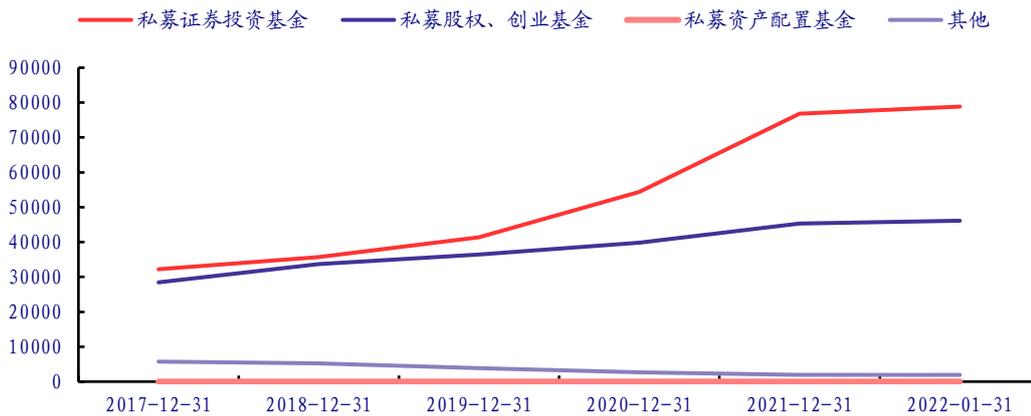
私募基金快速发展、银行理财、信托公司标准化产品推出，托管、外包市场空间扩容，券商托管、外包业务加快发展。依据基金业协会数据统计,2017-2021 年,存续私募基金数量由 66418 只增加到 124117 只, 年均复合增速 16.92%;存续私募基金规模由 111003 亿元增加到 197639.37 亿元,年均复合增速 15.51%。截止 2022 年 1 月, 存续私募基金数量继续增加到 126916 只, 存续私募基金规模继续增加至 202783.02 亿元。

图 27: 存续私募基金数量及规模



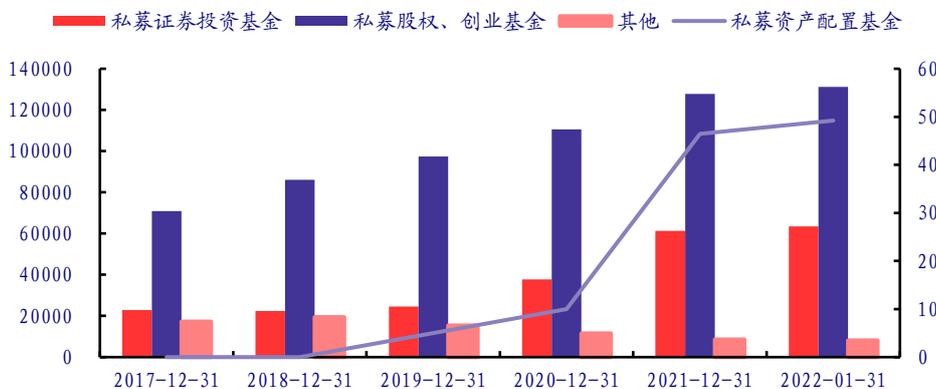
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28: 不同类型私募基金存续数量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

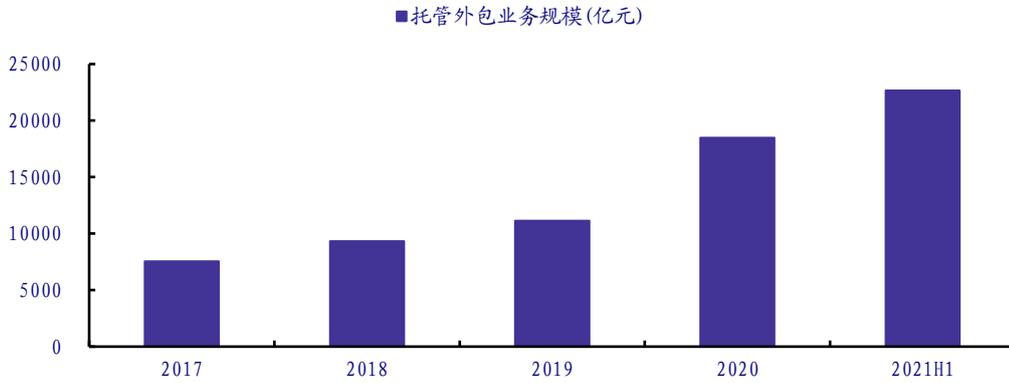
图 29: 不同类型私募基金存续规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

行业竞争加剧，新持牌券商、外资银行陆续进场，抢占市场份额。头部券商优势显著，招商证券、国泰君安等托管规模与数量位居行业前列。

图 30: 国泰君安托管外包业务规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

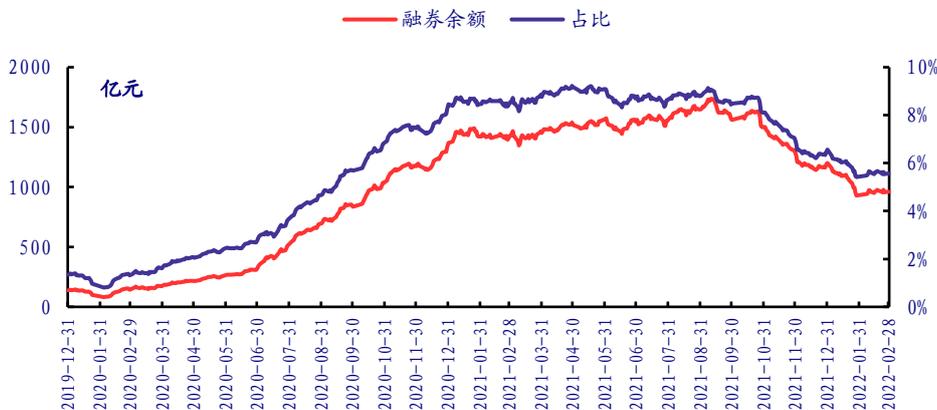
托管外包业务是机构客户全生命周期服务的重要环节, 具有获客引流作用, 能够带动多项前台业务发展。证券公司通过整合资源, 进行跨业务线合作, 在托管清算基础服务上, 进一步为机构客户提供研究支持、杠杆融资、证券拆借、交易、销售等服务, 满足机构客户多元化服务需求, 提升综合金融服务能力。

(四) 融券业务成为券商必争蓝海

1、投资者需求增长, 融券规模提升

融券业务作为一种做空机制, 具有价值发现、提升流动性、丰富投资策略等功能。随着机构投资者发展壮大, 套期保值、风险对冲以及利用融券打新策略需求增长, 融券业务快速发展。2019 年底融券规模为 137.28 亿元, 在融资融券余额中占比为 1.35%。2020 年下半年以来, 融券规模和占比快速提升。2022 年 2 月 28 日融券规模为 960.5 亿元, 占比达 5.56%。

图 31: 融券余额以及占比



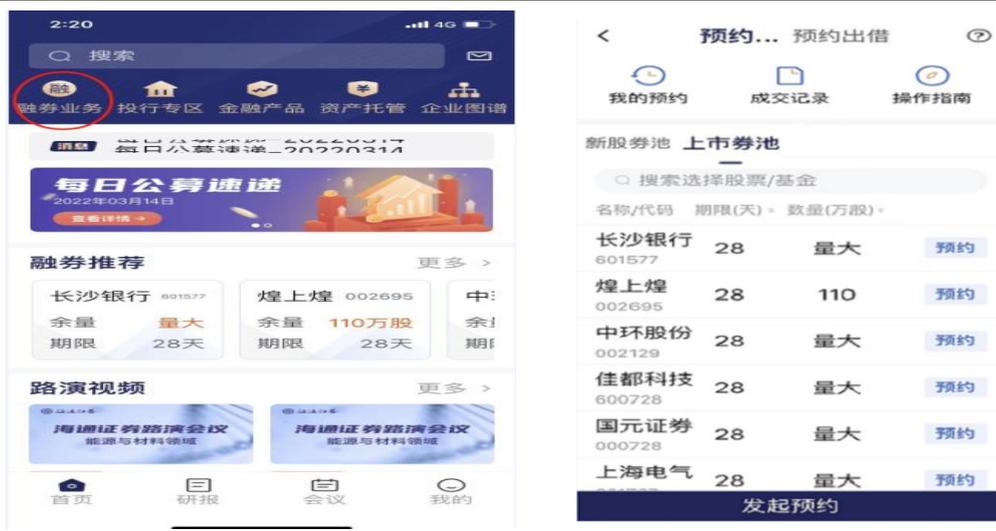
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、融券业务是机构客户服务的重要环节

机构化趋势下，对于专业机构客户进行高质量服务是券商的核心竞争力，券商尤其头部券商将信用业务作为机构客户服务的重要抓手，挖掘融券交易策略需求，拓展券源供给，增强机构客户服务能力。

头部券商纷纷加大融券业务布局力度，扩大市场份额。华泰证券发布全市场首个开放式、线上证券借贷交易平台“融券通”，开启证券借贷行业数字化运营新模式，高效联通券源供给方和需求方，致力于为平台参与者提供全方位的一站式服务。通过持续推进“融券通”平台迭代更新，构建境内外、场内外一体化券池，积极打造开放、高效的证券借贷行业生态，不断增强融券优势。海通证券机构客户综合服务平台 e 海通达，包含融券服务模块。券源预约借入模块涵盖新股券池与上市券池，新股券池覆盖科创板和创业板，客户可以及时跟踪新股信息，发起预约需求，抓住投资机会。券源预约出借模块，投资者可以发起出借需求、查看融出记录。融券业务是服务机构客户需求的重要方面，融券平台的构建对于提升专业投资者服务能力，满足机构客户综合性金融服务需求意义深远。相比融资业务（截至 2022 年 2 月 28 日，融资余额达到 16310.99 亿元，占比 94.44%），融券业务规模与占比仍较低，未来发展空间广阔。

图 32：海通证券 e 海通达融券服务模板



资料来源：e 海通达 APP，中国银河证券研究院整理

六、投资建议

我国经济转向高质量发展阶段，国内生产总值突破 100 万亿元，人均 GDP 超过 1 万亿美元，居民财富快速积累，可投资资产规模快速提升，资产配置从实物资产加快向金融资产转变，权益资产配置需求提升。监管引导机构投资者入市，投资者结构优化，专业机构投资者规模及占比提升，机构化趋势显现，深化机构投资者服务是券商打造核心竞争力的着力点。资本市场生态变革环境下，财富管理、机构业务领域优势券商将具备核心竞争力，财富管理、机构业务是券商中长期优质赛道。综合考虑证券行业经营环境，在悲观、中性、乐观假设下，我们测算证券行业 2022 年净利润同比增速分别为-3.29%/9.76%/20.44%。当前板块 1.43XPB，处于 2010 年以来 10%分位数以下，估值低位，维持“推荐”评级。个股方面，推荐财富管理、机构业务领域优势明显的券商东方财富（300059.SZ）、东方证券（600958.SH）以及中金公司（601995.SH）、华

泰证券（601688.SH）。

七、风险提示

监管政策收紧的风险；业绩受市场波动影响大的风险。

插图目录

图 1: 2020 年以来券商板块市值占比变化	3
图 2: 证券板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅	3
图 3: 各二级行业指数涨跌幅	4
图 4: 2022 年以来证券板块与全部 A 股估值对比	4
图 5: 沪深两市股基成交额	5
图 6: 市场两融余额	5
图 7: 年初至今板块个股涨跌幅	5
图 8: 新成立基金发行份额及数量	6
图 9: 证券板块历史估值	6
图 10: 证券行业资产规模情况	8
图 11: 证券行业业绩表现	9
图 12: 证券行业净利润率	9
图 13: 证券行业杠杆率及 ROE	10
图 14: 中国个人可投资资产规模	11
图 15: 中国城镇居民家庭金融资产配置结构	12
图 16: 行业代销金融产品收入及增速	12
图 17: 2021 年上半年券商代销金融产品收入规模 TOP10 情况	13
图 18: 各渠道公募基金销售家数	13
图 19: 券商渠道偏股型公募基金销售保有规模 TOP10 情况	14
图 20: 券商渠道非货基销售保有规模 TOP10 情况	14
图 21: 中国资产管理规模	16
图 22: 券商资产管理业务收入及增速	17
图 23: 不同类型投资者持股市值	18
图 24: 不同类型投资者持股市值占比(%)	18
图 25: 场外衍生品存量情况	19
图 26: TOP5 券商场外衍生品集中度	20
图 27: 存续私募基金数量及规模	21
图 28: 不同类型私募基金存续数量	21
图 29: 不同类型私募基金存续规模(亿元)	21
图 30: 国泰君安托管外包业务规模	22
图 31: 融券余额以及占比	22
图 32: 海通证券 e 海通达融券服务模板	23

表格目录

表 1: 沪深交易所发布北交所转板细则	7
表 2: 历年政府工作报告对注册制论述	8
表 3: 证券公司业绩预告一览表	10

表 4: 券商参控股公募基金情况	15
表 5: 券商参控股公募基金净利润贡献度.....	16

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

武平平：非银行金融行业分析师，中国人民大学经济学博士。2015年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业7年。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn