

信义山证 汇通天下

证券研究报告

证券

中期投资策略

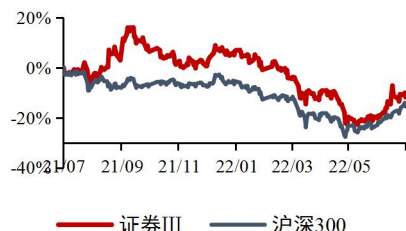
领先大市-A(维持)

不畏浮云遮望眼，扼守财富主线

2022年7月1日

行业研究/行业深度分析

证券板块近一年市场表现



相关报告：

分析师：

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351-8686794

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

投资要点：

➢ **资本市场大有可为，证券行业肩负重要使命。**在当前国内外的大背景下，需要构建国内国际双循环新发展格局，积极支持高新技术，战略新兴产业的发展，资本市场可以发挥独特优势，服务直接融资比例的提升，证券行业迎来历史机遇与挑战。

➢ **资产规模稳步提升，盈利模式迭代加速。**行业资产规模不断提升，2021年总资产达到 10.59 万亿元，近五年 CAGR 实现 12.83%。整体 ROE 连续三年提升，净利润从 2018 年迎来拐点。同时行业经营分化，头部 ROE 表现出较强的优势，在细分业务上表现突出的证券公司盈利能力较强。财富管理向纵深发展，交易带来的收入增长动能减小，代销金融产品成重要抓手，2021 年占经纪业务收入的比例提升至 13%，较 2017 年的占比 5% 提升了 8pct，有 11 家上市券商代销金融产品收入增速达到 100% 以上，经纪业务收入逐步多元化。同时证券公司发力基金投顾，从投和顾两端服务居民财富管理，以资管和基金服务共同打造财富管理生态圈，公募基金业务成为大资管业务和公司业绩的重要贡献和服务客户的重要手段。

➢ **证券板块顺应形势，从同质化到内部分化。**从历史复盘情况来看，证券板块长期与监管政策相关，中期与流动性和业务结构相关，短期与行业估值相关。在流动性改善和行业创新政策驱动的双重环境下，证券板块相对市场指数取得超额收益。同时随着业务多元化估值中枢下移，个股表现从同涨同跌到内部分化。从当前时点看，近期随着宏观经济企稳，市场风险偏好回升，两市成交量放大，两融规模企稳回升，同时行业估值处于历史低位，基金持仓比例较低，板块向上动能较高，具备提前布局配置价值。科创板试点做市制度和全面注册制改革对券商贡献增量市场，推动行业经营情况改善，居民财富向权益类资产转移，推升财富管理需求，预计将呈现板块内部分化的结构性行情，小市值标的券商弹性较高，龙头券商业务优势更加明显，受益于政策的业务改善预期部分券商表现突出。

➢ **财富主线正当其时，聚焦特色精选个股。**建议关注（1）互联网财富管理投资标的东方财富和指南针；（2）龙头优势尽显，受益于集中度提升及创新业务试点的中信证券；（3）兼具财富管理优势及较高弹性的中小券商的国联证券。

➢ **风险提示：**二级市场大幅下滑、疫情影响超出预期、政策推行不及预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1. 投资主线：证券肩负重要使命，聚焦主业做精做强.....	6
1.1 规模稳步扩张，盈利能力提升.....	6
1.2 龙头优势集中，中小券商寻求破局.....	8
1.3 全面注册制改革成为政策主线.....	9
1.4 盈利模式迭代加速.....	10
1.4.1 财富管理纵深发展，转型驶入快车道.....	10
1.4.2 投行业务平台化优势凸显，资本化加速.....	11
1.4.3 资管业务新规元年，资管业务长坡厚雪.....	13
1.4.4 投资业务广度、深度、复杂度提升.....	15
2.历史复盘：证券板块顺应形势，从同质化到内部分化.....	17
2.1 显示贝塔特征，走势和流动性高度相关.....	17
2.2 流动性宽松，股权分置改革推动超额收益.....	19
2.3 四万亿刺激下的市场同步上涨.....	19
2.4 牛市带动经纪业务推动券商板块.....	20
2.5 18-19 年科创板设立的政策驱动.....	20
2.6 2020Q2 流动性宽松叠加部分热点.....	21
2.7 2021 年 7 月基金规模大爆发带来的结构性机会.....	22
3.投资策略：财富主线正当其时，聚焦特色精选个股.....	23
3.1 核心逻辑：行情启动，布局良机.....	23
3.2 重点个股.....	24
（1）互联网财富管理投资标的.....	24
（2）龙头优势尽显，受益于集中度提升及创新业务试点.....	25
（3）兼具财富管理优势及较高弹性的中小券商.....	25
4.风险提示.....	26

图表目录

图 1: 近 5 年证券行业总资产与高盛对比 (亿元)	7
图 2: 近 5 年证券行业净资产与高盛对比 (亿元)	7
图 3: 证券行业人员数量变化.....	7
图 4: 2021 年上市券商股权融资规模 (亿元)	7
图 5: 近 5 年证券行业净利率水平.....	7
图 6: 近 5 年证券行业 ROE 水平.....	7
图 7: 近五年营业收入集中度.....	8
图 8: 近五年净利润集中度.....	8
图 9: 2021 上市券商营业收入分布 (家)	9
图 10: 2021 上市券商归母净利润分布 (家)	9
图 11: IPO 融资规模及占比.....	9
图 12: 东方证券经纪业务收入结构.....	10
图 13: 证券行业代销金融产品业务收入占比提升.....	10
图 14: 证券公司投顾人员占比.....	11
图 15: 承销业务集中度.....	12
图 16: IPO 储备情况.....	12
图 17: 基金业务贡献较大的上市券商.....	14
图 18: 集合类资管计划占比及平均承销费率.....	14
图 19: 杠杆率与国际投行对比.....	16
图 20: 高盛分部杠杆率.....	16
图 21: 衍生品业务规模快速扩张 (亿元)	16
图 22: 证券公司场外衍生品新增交易集中度 CR5.....	16



图 23: 证券行业收入结构逐步多元化.....	17
图 24: 板块估值中枢下移.....	17
图 25: 证券板块与沪深 300 指数走势比较.....	18
图 26: 证券板块与 M2 增速比较.....	18
图 27: 2004-2008 年 GDP 当季同比 (%)	19
图 28: 2005-2008 年两市日均成交额 (亿元)	19
图 29: 2008 年涨幅靠前的上市券商.....	20
图 30: 经纪业务收入及占比对比 (亿元/%)	20
图 31: 2014 年涨幅靠前的上市券商.....	20
图 32: 沪深两融余额 (亿元)	20
图 33: 2018-2019 年两市成交额.....	21
图 34: 2018 年涨幅靠前的上市券商.....	21
图 35: 2018-2020 年行业估值.....	21
图 36: 2020 年涨幅靠前的上市券商.....	21
图 37: 基金规模大幅增长 (亿元)	22
图 38: 股票型基金回报率有相对优势.....	22
图 39: 2021 以来, 部分个股相对指数实现超额.....	22
图 40: 板块估值分位图.....	23
图 41: 证券板块重仓持股比例.....	23
图 42: 市场成交放量 (亿元)	23
图 43: 两融余额企稳回升 (亿元)	23



表 1: 全面注册制改革相关会议.....	10
表 2: 2021 年证券公司基金投顾业务规模及服务客户数量.....	11
表 3: 证券公司投资子公司业绩贡献.....	12
表 4: 证券公司 2021 年净资本及近三年分类评价.....	13
表 5: 基金业务收入及对营业收入的贡献.....	14
表 6: 证券公司资管业务规模排名变迁.....	15
表 7: 2019-2021 年高盛分部业绩贡献.....	15
表 8: 2002 年以来行业表现.....	18
表 9: 重点股票业绩预测.....	26

1. 投资主线：证券肩负重要使命，聚焦主业做精做强

在当前国内外的大背景下，需要构建国内国际双循环新发展格局，积极支持高新技术，战略新兴产业的发展，资本市场始终服务国家战略转型。从服务国有企业融资到基础设施建设，再到服务科技创新发展，资本市场功能由融资向投融资功能并重转变，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕。作为资本市场重要一环的证券公司肩负重要使命，对证券公司特别是财富管理提出了更高的要求，也带来了发展机遇。

1.1 规模稳步扩张，盈利能力提升

规模稳步增长，杠杆率仍有差距。证券业协会数据显示，截止 2021 年末，证券行业总资产规模达到 10.59 万亿元，净资产达到 2.57 万亿元，净资本达到 2 万亿，资产规模和资本规模持续增长，较上年末分别增加 19.07%、11.34%。2016-2021 年总资产 CAGR 达到 12.83%，净资产 5 年 CAGR 达到 9.40%。和国际投行相比，2021 年证券行业总资产已经超过高盛的 9.33 万亿元，但从净资产来看，净资产是高盛的 3.6 倍，行业的杠杆率整体仍低于国际投行，2021 年末高盛的杠杆率达到 13 倍，证券行业为 4 倍，资产负债表利用空间有待挖掘。

行业 ROE 连续三年提升，但盈利能力有待加强。ROE 进一步提升，从 2018 年的 3.52% 提升到 2021 年的 7.83%，连续三年提升，但与国际投行仍有差距，高盛 2021 年 ROE 达到 14.7%。一方面，轻资产业务投行、财富管理行业空间扩大，但竞争加剧，行业净利率继续提升空间较小。另一方面，对标国际投行，杠杆率仍有一定提升空间，如创新业务、衍生品等客需业务推动的杠杆率提升。

业务轻重并举。2021 年全行业实现营业收入和净利润 5024.10 亿元和 1911.19 亿元，同比分别增长 12.03% 和 21.32%，连续第三年实现大幅增长。二级市场活跃叠加财富管理转型加速，经纪业务成为第一大收入来源，连续三年增长。投行业务在 2020 年大基数的背景下，小幅增长。扩表趋势下，重资产业务依然是业绩驱动的关键。经纪、投行、资管、融资类、证券投资和其他业务收入分别为 1557.47 亿元、703.37 亿元、301.45 亿元、653.13 亿元、1356.51 亿元和 452.17 亿元，同比分别+20%、+5%、-4%、+12%、+8%、+26%，资管是唯一下降的业务。经纪业务实现较快增长，超越自营业务对业绩贡献第一，贡献度分别达 31 和 27%，是推动 2021 年行业盈利增长的核心驱动因素。

做精做强，证券公司不遗余力补充资本。证券公司业务逐步回归业务本源，向专业化、主动管理转型，对专业型人才的需求增大，从人员结构变迁来看，保荐代表人、投资顾问、分析师等专业型人才增速较高，根据证券业协会数据，2021 年保荐代表人数量较 2016 年增长了 131%，投顾人员增长 92%，分析师增长 56%。

同时业务的资本化也使得证券公司纷纷通过多种渠道提升资本实力，2021 年股权融资成为重要的融资渠道，天风证券 2021 年股权融资规模 81.79 亿元，其次东吴证券募集 79.99 亿元。

图 1：近 5 年证券行业总资产与高盛对比（亿元）

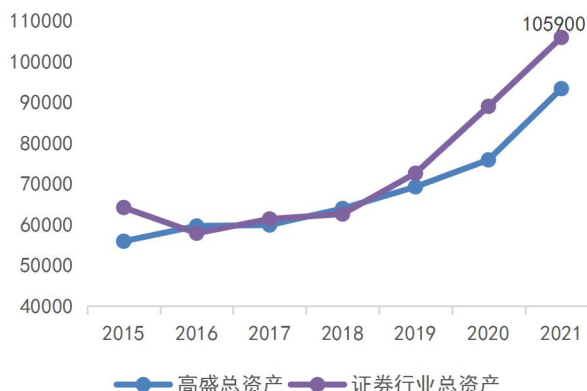
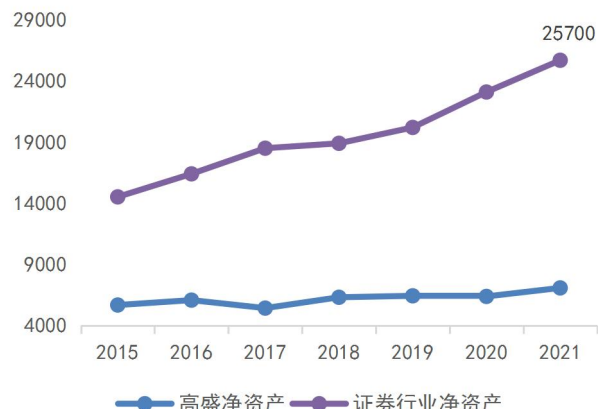


图 2：近 5 年证券行业净资产与高盛对比（亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：证券行业人员数量变化

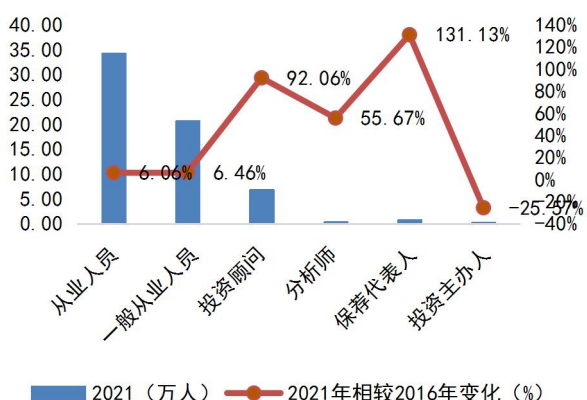
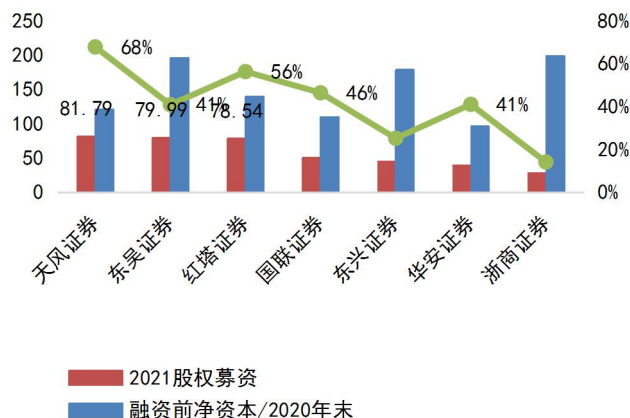


图 4：2021 年上市券商股权融资规模（亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：近 5 年证券行业净利率水平

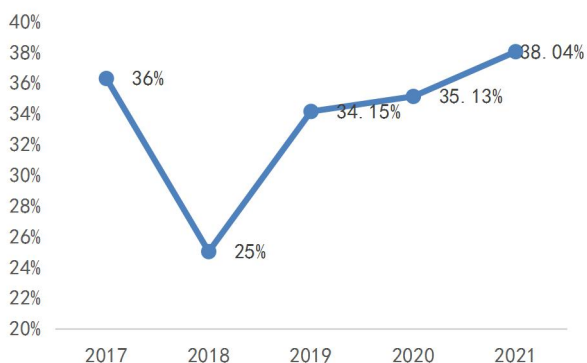
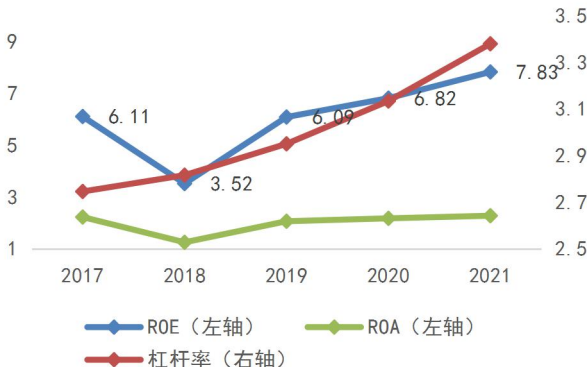


图 6：近 5 年证券行业 ROE 水平



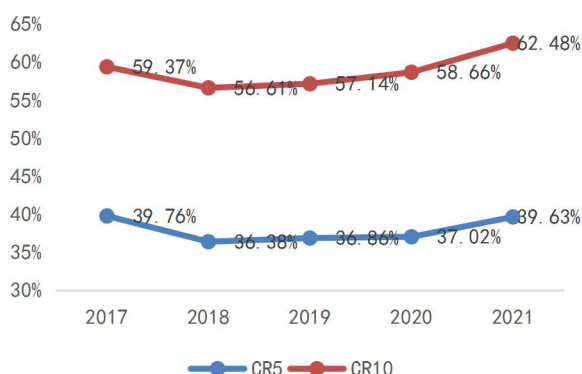
数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

1.2 龙头优势集中，中小券商寻求破局

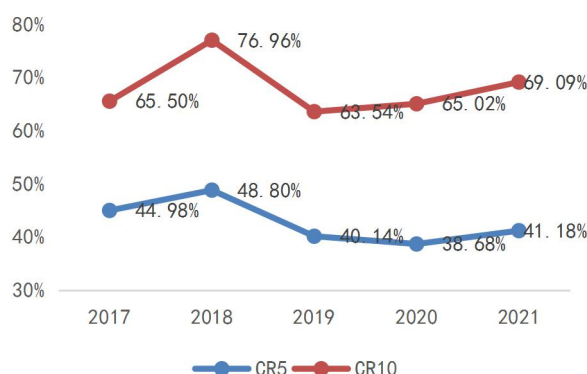
大型券商和中小券商分化严重，营业收入和净利润集中度提升。一方面，2021 年营业收入 CR5 与 CR10 增长明显，分别为 47.06%、78.51%，二者较 2020 年均提升 4.99pcts 和 8.75pcts。2021 年剔除其他业务收入后营业收入的 CR5 和 CR10 分别为 39.63%、62.48%，较上一年提升 2.61pcts、3.82pcts。另一方面，2021 年净利润 CR5、CR10 分别为 41.18%、69.09%，较 2020 年分别提升 2.51pcts、4.08pcts，龙头券商集中度提升趋势显著。而中小券商因资本实力、人才资源、区域经济面临较大的压力，生存空间被严重挤压。在行业低谷期，头部券商表现出更强的稳定性，规模效应明显。同时预计随着业务创新业务试点制推广，头部券商在业务开展上继续保持优势，集中度仍有进一步提升的空间。

图 7：近五年营业收入集中度



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：近五年净利润集中度



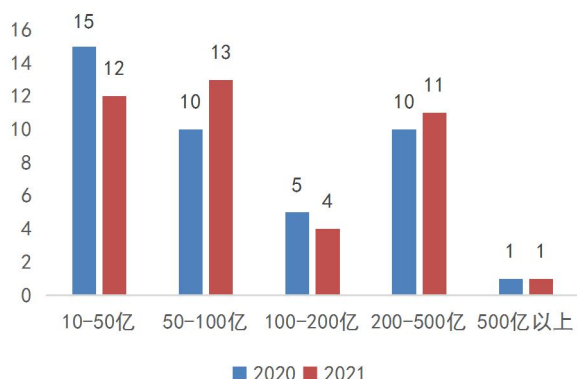
数据来源：Wind，山西证券研究所

净利润百亿俱乐部扩容至 10 位。头部券商在政策红利、资本实力、综合竞争力、创新业务、协同能力拥有更多的优势，规模效应非常显著。2021 年中信证券、国泰君安等 10 家证券公司净利润均突破 100 亿元，中信证券更是以 231 亿元创历史最好业绩，也是全行业第一个跨过 200 亿元的公司，龙头地位稳固，归母净利润高于国泰君安 53.86%，而 2020 年归母净利润过百亿的仅有 5 家。中信证券在大基数的基础上增长 55%，中金公司 2020 年增速 70%，2021 年增速仍达到 50%。

一季度由于多数券商净利润出现下滑，整体弱于 2021 年 Q1，净利润超过 20 亿的有 3 家，而 2021 年一季度有 7 家，而头部券商地位继续巩固，中信证券一季度实现归母净利润 52.29 亿元，是唯一一家超过 50 亿的，同时是第二位国泰君安的两倍，在高基数上继续保持增长。

部分中小券商以业务特色化发展实现突围。东方证券、方正证券、国联证券 2021 年归母净利润增速达到 97.26%、66.19%、52.36%。同时盈利能力差异，头部 ROE 表现出较强的优势，兴业证券、财通证券等券商由于在部分业务上表现突出盈利能力较强。中信建投以 15.80% 的 ROE 排名行业首位，其次为中金公司、国信证券和银河证券，净资产收益率 14.64%、12.71% 和 12.29%。

图 9：2021 上市券商营业收入分布（家）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：2021 上市券商归母净利润分布（家）



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.3 全面注册制改革成为政策主线

全面注册制有望年内落地。从 2018 年宣布设立科创板并试点注册制以来，我国股票发行制度从过去的核准制向着注册制大步迈进。各项政策加速落地，2019 年科创板在上交所开市，注册制试点正式开启，2020 年，深交所创业板开启注册制试点，2021 年北交所正式成立，多层次资本市场体系更加完善。2021 年 12 月召开的中央经济工作会议提出，要抓好要素市场化配套综合改革试点，全面实行股票发行注册制，2022 年以来，多次重要会议提及落实全面注册制改革。

市场空间扩容。随着注册制的不断推进，IPO 规模连续三年提升，从 2018 年的 1378 亿元提升到 2021 年的 5426 亿元，规模增长了近 3 倍，同时在股权融资中的占比不断提升，2022 年 IPO 规模占股权融资的规模达到 41.72%，成为实体经济重要的融资工具。证券行业坚守服务实体经济的本源定位，主动适应注册制改革，2021 年度证券行业投行业务收入达到 699.52 亿元，同比增长 4.3%，占营业收入比例达 14.1%。

图 11：IPO 融资规模及占比



数据来源：Wind，山西证券研究所（2022 年截止 6 月）

表 1：全面注册制改革相关会议

时间	会议	注册制相关内容
2021 年 12 月	中央经济工作会议	抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制
2022 年 1 月	证监会系统工作会议	进一步完善以信息披露为核心的注册制安排，突出主板改革这个重中之重，加快推进发行监管转型
2022 年 3 月	“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要	深化金融供给侧结构性改革，提高直接融资特别是股权融资比重。全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制
2022 年 3 月	2022 年政府工作报告	全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。
2022 年 4 月	上市公司协会第三届会员大会	以全面实行股票发行注册制为契机，进一步增强发行上市、再融资、并购重组等基础制度对科技创新的适配性

数据来源：证监会、中国政府网、上市公司协会，山西证券研究所

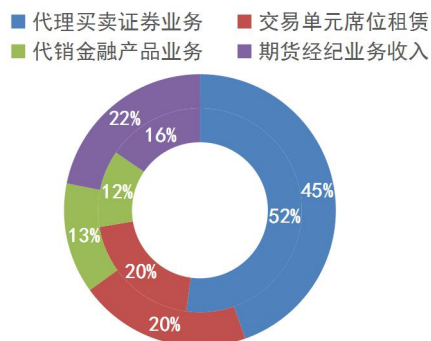
1.4 盈利模式迭代加速

1.4.1 财富管理纵深发展，转型驶入快车道

交易带来的收入增长动能减小，代销金融产品成重要抓手。经纪业务收入增速低于成交量增速，2021 年证券行业实现经纪业务净收入 1526.15 亿元，同比增长 19.28%；日均股基交易量 1.14 万亿元，同比增长 25.8%，成交量上涨带来的经纪业务增长动能边际减小。经纪业务增长的主要驱动力为近年来证券公司发力财富管理的代销金融产品业务收入，代销业务 2021 年增长 53.96%，实现收入 206.90 亿元，占经纪业务收入的比例提升至 13%，较 2017 年的占比 5%提升了 8 个百分点；其次为 2021 年期货市场牛市带来的期货经纪业务收入增长带动。

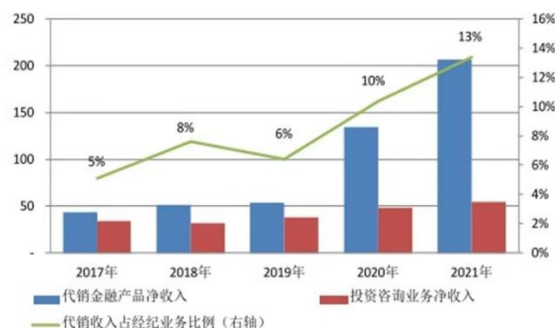
2021 有 11 家上市券商代销金融产品收入达到 100%以上，但经纪收入增速中枢为 20%左右。从东方证券经纪业务收入结构来看，2021 年代销金融产品收入和期货经纪业务收入占比提升明显，代销收入占比由 12%提升至 13%，期货经纪收入由 16%提升至 22%，对代买收入的依赖度进一步降低，经纪业务收入逐步多元化。

图 12：东方证券经纪业务收入结构



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 13：证券行业代销金融产品业务收入占比提升



数据来源：证券业协会，山西证券研究所

随着居民财富向金融类资产转移，证券公司从投和顾两端服务居民财富管理，基金投顾成为重要抓手。截至 2021 年末，共有 60 家机构获得基金投顾牌照，其中包括 29 家证券公司，17 家已正式上线服务，加强

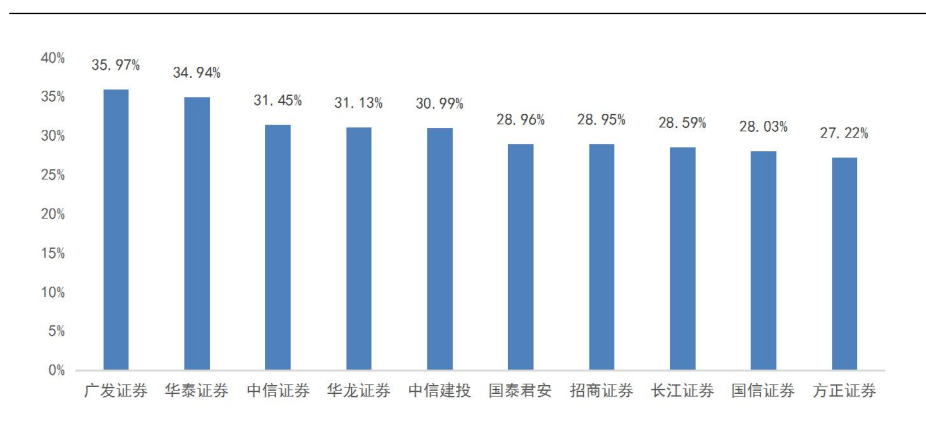
对基金投顾的发展力度。通过强化内部协同、优化 APP 功能，打造专属品牌，加强第三方合作等方面提升获客能力和业务竞争力。从基金投顾的“投”和“顾”两方面看，“投”的服务较为前置，为客户购买前，需要证券公司为客户提供基金组合方案，并根据客户风险偏好匹配合适的投资方案，而“顾”的服务周期更长，需要再投前、投中、投后的全方位陪伴，为客户提供投资建议，目前大部分券商的基金投顾服务仍较多集中在“投”，对“顾”的服务较少。从服务客户规模来看，华泰证券服务客户规模达到 195 亿元，为行业最大，其次为国泰君安和国联证券，服务规模超过了 100 亿元。同时，投顾人数占比不断提升，从 2016 年的 11.10% 提升至 20.60%（截止 2022 年 6 月），头部券商投顾人员数量占比相对较高，如广发证券、华泰证券和中信证券等投顾人员占比均在 30% 以上。

表 2：2021 年证券公司基金投顾业务规模及服务客户数量

证券公司	基金投顾品牌	展业时间	服务客户资产规模	服务客户数量
华泰证券	涨乐星投	2020 年 10 月	195 亿元	72.21 万
国泰君安	君享投	2020 年 8 月	100 亿元	17 万
国联证券	大方向	2020 年 4 月	103 亿元	15.03 万
中信证券	中信证券基金投顾	2021 年 11 月	70 亿元	9 万
中金公司	A+基金投顾	2020 年 9 月	55 亿元	4.6 万
申万宏源	星基汇	2020 年 9 月	30 亿元	9.5 万
招商证券	E 招投	2021 年 11 月	24 亿元	--
中信建投	蜻蜓管家	2020 年 9 月	--	9.18 万

数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 14：证券公司投顾人员占比



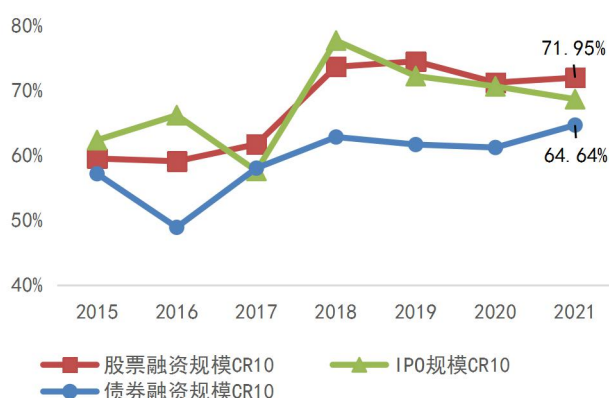
数据来源：中国证券业协会（截止 2022 年 6 月），山西证券研究所

1.4.2 投行业务平台化优势凸显，资本化加速

投行业务集中度提升，资本化明显。2021 年全年实现投行业务收入 618.54 亿元，同比增长 4.68%，2022 年一季度上市券商投行业务为所有业务中唯一增长的，增长 14.86%，实现 138.5 亿元。同时头部券商在项目储备及综合服务能力上优势明显，股权承销集中度继续提升。但行业竞争日益激烈，融资费率整体下移，IPO 承销费率下降到 5% 左右。科创板注册制试点等推动投行业务的服务不仅仅在传统承销保荐，投行服务

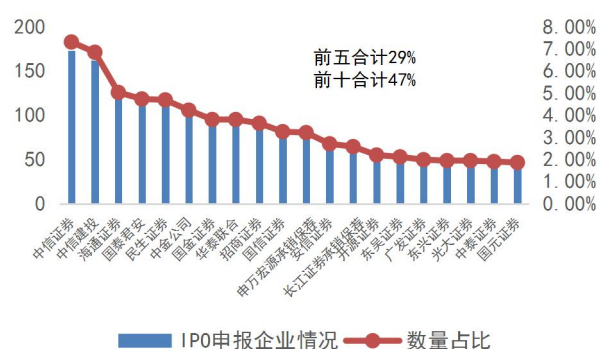
链条拉长，围绕优质企业提供全业务链相关服务，需要更强的投资能力、销售能力、研究能力，同时需要较强的风险识别、防范、化解能力更多是证券公司整体机构服务能力的竞争。同时“投行”+“投资”的联动更加频繁，投行业务资本化明显，科创板跟投为证券公司贡献业绩的基础上也加大了业绩波动，投行与服务企业的联动更加紧密。

图 15：承销业务集中度



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 16：IPO 储备情况



数据来源：Wind、证券业协会，山西证券研究所

表 3：证券公司投资子公司业绩贡献

项目(单位:亿元)	投资类子公司	净利润	合并净利润	占比
中信证券	中信证券投资	24.12	240.05	10.05%
	金石投资	8.29		3.45%
中信建投	中信建投资本	2.76	102.35	2.70%
中金公司	中金浦成	7.22	108.10	6.68%
	中金资本	8.02		7.42%
招商证券	招商投资	10.12	116.58	8.68%
华泰证券	华泰创新投资	7.31	136.01	5.37%
	华泰紫金	6.33		4.65%
海通证券	海通开元	25.53	137.48	18.57%
	海通创新证券	16.83		12.24%
国泰君安	国泰君安创投	0.61	153.03	0.40%
	国泰君安证裕	5.32		3.48%

数据来源：上市券商 2021 年报，山西证券研究所

科创板做市业务试点推进，增厚券商收益。根据 5 月 13 日证监会下发的《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，初期参与试点证券公司，除具备完善的业务方案、专业人员、技术系统等条件外，还需满足资本实力、合规风控能力方面的两项条件：一是最近 12 个月净资产持续不低于 100 亿元；二是最近三年分类评级在 A 类 A 级（含）以上。根据协会最新排名，净资产在 100 亿元以上，同时满足分类评价要求的证券公司共有 26 家，目前已有多家证券公司提交申请，备战科创板做市业务。

目前全球有相当数量的交易所都存在做市商制度，此次科创板引入做市商制度是资本市场改革的又一

次创新和探索，有利于提高市场活跃度，通过主动做市，保障交易运行，增加流动性。同时科创板做市也给券商投行承揽带来更多机遇，头部券商在资本实力、券源储备、合规风控等能力上具备优势，有助于提升客户的服务黏性。同时促进自营业务向代客服务的做市交易转型，有利于改善券商业绩的稳健性。

表 4：证券公司 2021 年净资本及近三年分类评价

公司	2021 年净资本（亿元）	2021 年分类评价	2020 年分类评价	2019 年分类评价
中信证券	1,212	AA	AA	AA
国泰君安	1,046	AA	AA	AA
华泰证券	1,009	AA	AA	AA
申万宏源	927	AA	AA	A
银河证券	839	AA	AA	A
招商证券	793	AA	AA	AA
国信证券	760	AA	AA	AA
中信建投	669	AA	AA	AA
中金公司	653	AA	AA	AA
光大证券	491	AA	AA	A
东方证券	419	AA	A	A
东方财富	292	A	A	A
中泰证券	281	A	AA	A
兴业证券	272	AA	A	A
东吴证券	267	A	A	A
方正证券	257	A	A	A
西部证券	234	A	A	B
浙商证券	226	A	A	A
东兴证券	218	A	A	A
国金证券	210	A	AA	A
天风证券	190	A	A	AA
财通证券	184	A	A	A
华西证券	177	A	A	A
国开证券	151	A	A	A
中银国际	134	A	A	A
华创证券	103	A	A	A

数据来源：证券业协会，证监会，山西证券研究所

1.4.3 资管业务新规元年，资管业务长坡厚雪

资管业务龙头地位稳固，竞争激励，部分券商突围。资管新规后，行业加速变革，规模整体收缩，但以集合类产品为主要类型的主动管理规模及占比提升，带来资管业务整体平均费率的提高。2021 年末证券资管业务规模 10.88 万亿元，同比增加 3.53%。主动管理集合资管规模为 3.28 万亿元，同比上升 112.52%。资管业务平均费率为 0.35%，同比增长 0.1pct。

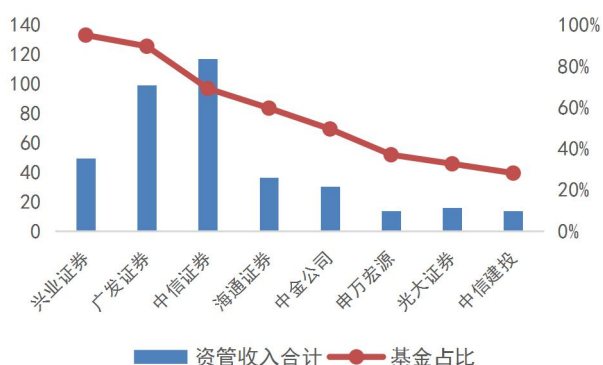
资产管理业务作为财富管理生态圈重要一级，是证券公司服务客户的重要手段，从规模来看，中信证券保持行业领先，规模维持在第一位，同时规模稳健增长，2022 年一季度末，规模达到 1.17 万亿，较 2020 年二季度末增长 1.55%。中金公司、中银证券和广发证券私募资产管理月均规模实现增长，排名逐渐提升，进入行业前四。其中中金公司资管规模增长 349%至 7046 亿元，由第 15 位提升第 2 位；中银证券增长 37%，由第 5 到第 3 位，广发证券规模增长 51%，由第 8 提升至第 4 位。同时平安证券、五矿证券、国金证券、

东方证券等资管业务实现突围，规模进入前二十。

公募基金是资管业务的重要驱动。多数上市券商直接或间接开展基金管理业务，部分基金业务对资管业务收入贡献较大。资管收入 top2 为中信证券、广发证券，收入规模达到 117.02 亿元、99.46 亿元，远高于其他券商资管收入，且同比增长分别为 80.06%、65.98%，实现“高基数+高增长”，基金业务在整体资管业务的贡献率分别为 69%、90%。**控参股基金公司拉动业绩：**从基金公司为证券公司利润贡献来看，广发、兴业、长城等券商旗下公募基金公司对业绩的拉动效果明显，广发证券基金业务营业收入占比达到 29%，基金和资管对券商业绩的贡献度提升。

今年一季度由于市场调整，基金发行规模规模有一定收缩，但存量规模整体保持稳定增长趋势。4 月 26 日，《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，5 月 20 日证监会发布《公开募集基金管理人监督管理办法》，推动公募基金行业发展，公募基金子公司快速增长是券商资产管理业务增长重要驱动。

图 17：基金业务贡献较大的上市券商



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18：集合类资管计划占比及平均承销费率



数据来源：Wind、证券业协会，山西证券研究所
平均承销费率=资管业务收入/资管业务规模年初年末平均值

表 5：基金业务收入及对营业收入的贡献

上市券商 (亿元)	基金业务手 续费净收入	基金 合计	营业收 入	营收 占比	基金公司数据					
					基金公司	参股比例	管理规模	营业收入	净利润	权益法投 资收益
广发证券	89.17	99.45	342.49	29%	易方达	22.65%	17064	145.57	45.35	10.28
					广发基金	54.53%	11296	93.46	26.07	
兴业证券	47.12	47.12	189.72	25%	兴全基金	51.00%	6730	65.68	22.35	
					南方基金	9.15%		76.07	21.63	
中信证券	80.98	80.98	765.24	11%	华夏基金	62.20%	10384	80.15	23.12	
					长城基金	47.06%		10.38	1.65	0.78
长城证券	0.00	7.65	77.57	10%	景顺长城	49.06%		45.20	14.02	6.87
					富国基金	27.78%	8897	83.06	25.64	7.12
海通证券	21.87	28.99	432.05	7%	海富通	51.00%	1653	16.38	5.30	
					博时基金	49.00%	16553	57.64	17.79	8.71
招商证券	0.68	16.60	294.29	6%	招商基金	45.00%	10800	52.32	16.03	7.21
					汇添富	35.41%	12000	93.79	32.63	11.54
东方证券	1.36	12.90	243.70	5%	东证资管	100.00%	162	37.47	14.38	
					南方基金	41.16%	10564	76.07	21.63	8.59

					华泰柏瑞	49.00%	2444	14.95	4.13	2.03
申万宏源	5.12	5.12	343.07	1%	申万菱信	67.00%		6.62	1.25	
					富国基金	28.00%	8897	83.06	25.64	

数据来源：上市券商 2021 年报，山西证券研究所

表 6：证券公司资管业务规模排名变迁

排名	公司名称	2020Q2	公司名称	2020Q3	公司名称	2020Q4	公司名称	2021Q1	公司名称	2021Q2	公司名称	2021Q3	公司名称	2021Q4	公司名称	2022Q1	增速
1	中信证券	11518	中信证券	11005	中信证券	10261	中信证券	10070	中信证券	10057	中信证券	10449	中信证券	11675	中信证券	11697	1.55%
2	招商资管	6279	招商资管	6062	招商资管	5149	国泰君安	5081	中金公司	6540	中金公司	8424	中金公司	8681	中金公司	7046	348.90%
3	国泰君安	6164	国泰君安	5722	国泰君安	5119	招商资管	4816	招商资管	4580	招商资管	4864	中银国际	5977	中银国际	6686	37.29%
4	华泰资管	5800	华泰资管	5522	华泰资管	4849	华泰资管	4363	国泰君安	4223	中银国际	4732	广发资管	4975	广发资管	4294	51.37%
5	中银国际	4870	中银国际	4658	中银国际	4087	中金公司	4090	中银国际	4013	广发资管	4271	招商资管	4417	招商资管	3742	-40.40%
6	申万宏源	4759	申万宏源	4207	中信建投	3903	中银国际	3895	华泰证券	3786	国泰君安	3633	光大资管	3066	光大资管	3594	79.05%
7	中信建投	4341	中信建投	4169	申万宏源	3637	中信建投	3795	中信建投	3297	华泰资管	3484	国泰君安	3020	中信建投	2954	-31.94%
8	广发资管	2837	广发资管	3078	广发资管	2953	申万宏源	3233	广发资管	3234	中信建投	2803	华泰资管	2884	国泰君安	2563	-58.42%
9	海通资管	2467	海通资管	2519	中金公司	2670	广发资管	2946	申万宏源	3030	申万宏源	2799	中信建投	2780	华泰资管	2434	-58.03%
10	光大资管	2007	中金公司	2010	海通资管	2293	海通资管	2203	光大资管	2107	光大资管	2546	申万宏源	2463	申万宏源	2173	-54.34%
11	银河金汇	2001	光大资管	1985	光大资管	1976	光大资管	1937	海通资管	1658	中泰资管	1554	中泰资管	1743	平安证券	1705	—
12	安信资管	1720	银河金汇	1886	银河金汇	1617	国信证券	1582	中泰资管	1373	平安证券	1369	平安证券	1537	中泰资管	1636	32.79%
13	方正证券	1648	国信证券	1736	国信证券	1530	银河金汇	1428	国信证券	1351	银河金汇	1346	国信证券	1289	国信证券	1357	—
14	国信证券	1574	安信资管	1574	安信资管	1423	中泰资管	1380	银河金汇	1349	国信证券	1282	银河金汇	1279	国信证券	1198	-23.88%
15	中金公司	1570	方正证券	1467	中泰资管	1309	安信资管	1298	安信资管	1251	海通资管	1158	安信资管	1036	银河金汇	1131	-43.50%
16	华福证券	1487	中泰资管	1284	方正证券	1284	方正证券	1144	平安证券	1204	安信资管	1114	财通资管	1035	五矿证券	1101	—
17	中泰资管	1232	浙商资管	1191	浙商资管	1146	浙商资管	1106	浙商资管	1075	浙商资管	1001	五矿证券	1012	财通资管	1080	—
18	华融证券	1230	华融证券	1190	华融证券	1081	平安证券	1032	方正证券	1059	财通资管	975	国金证券	938	安信资管	990	-42.43%
19	第一创业	1228	长城证券	1023	国海证券	1004	国海证券	975	国海证券	923	五矿证券	948	浙商资管	856	东方资管	789	—
20	浙商资管	1224	华福证券	990	平安证券	917	华融证券	872	财通资管	873	方正证券	914	海通资管	835	浙商资管	779	-36.33%

数据来源：基金业协会，山西证券研究所

1.4.4 投资业务广度、深度、复杂度提升

证券行业投资业务从权益类扩展到固收、票据、外汇、衍生品等多种类别，业务更加多元化，韧性更强，同时与市场联系也更加强化。2021 年全行业实现自营业务收入 1381 亿元，同比增长 9.4%，但一季度受自营业务拖累明显，合计由盈转亏，2022Q1 亏损 21.6 亿元。2021 年末上市券商自营业务规模 4.9 万亿，较 2020 年提升 21.89%，主要是受客需推动业务，如场外期权和收益互换等投资类资产增长迅速。

国外投行交易和投资中大部分是做市业务带来的价差收入。高盛的全球市场板块（衍生品相关业务）是公司最大的收入和利润来源，收入占比在 40%左右，2019-2021 年净利润占比分别为 35%、65%和 33%。而全球市场业务包括 FICC 和权益类大类，主要为客户提供交易服务、融资服务及风险管理服务，主要收入包括做市收入、手续费及佣金收入、利息净收入，其中做市收入占比约 70%，是最大的收入来源。

表 7：2019-2021 年高盛分部业绩贡献

(百万美元)	高盛业务分部	投资银行	全球市场	资产管理	消费和财富管理	合计	全球市场占比
营业收入	2021	14876	22077	14916	7470	59339	37%
	2020	9423	21157	7984	5996	44560	47%
	2019	7599	14779	8965	5203	36546	40%
净利润	2021	6705	6973	7046	427	21151	33%
	2020	1193	5766	1740	216	8915	65%
	2019	1996	2729	3013	159	7897	35%
ROE	2021	65%	15%	28%	4%	23%	65%
	2020	11%	14%	9%	3%	11%	11%

2019

18%

7%

14%

3%

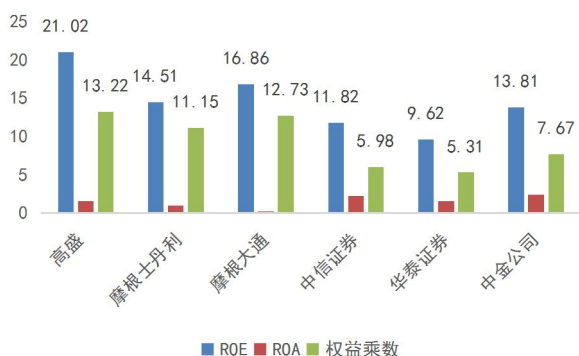
10%

18%

数据来源：公司公告，山西证券研究所

衍生品业务提升整体杠杆率。高盛全球资本市场板块资产占比 70%以上，2021 年杠杆率为 23.79 倍，高于其他业务杠杆，同时国内券商与国际投行相比 ROE 仍有一定差距，主要也是由于杠杆率的差距。未来随着衍生品业务及做市业务的发展，以及服务机构投资者交易需求的能力进一步提升，证券公司杠杆率仍有一定提升空间。

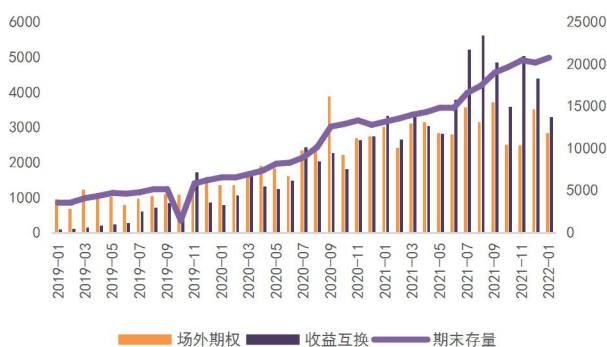
图 19：杠杆率与国际投行对比



数据来源：Wind，山西证券研究所

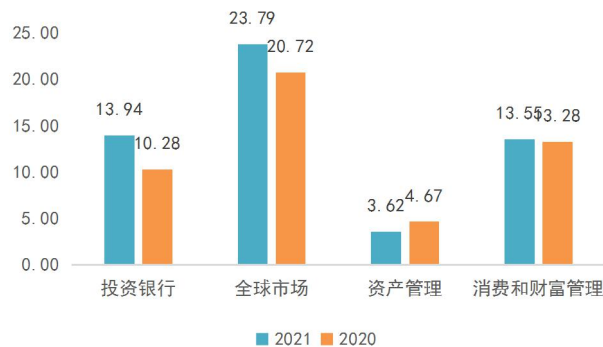
场外衍生品业务已成为头部券商优化资产负债表运用的重要路径。衍生品收益互换和场外期权保持高速增长，2021 年全年累计新增名义本金分别为 4.77 万亿和 3.63 万亿，同比增长 121.5%、39.4%。头部券商加强产品创新和客户服务，持续发展衍生品业务，在资本实力、投研实力、定价能力、风险管理等方面具备明显优势，且已抢占转型先机。场外衍生品业务规模快速扩张的基础上，保持较高的集中度，期权新增规模集中度维持在 60%以上，互换集中度集中在 80%以上，但随着更多的竞争者入局，集中度有一定的下降趋势。

图 21：衍生品业务规模快速扩张（亿元）



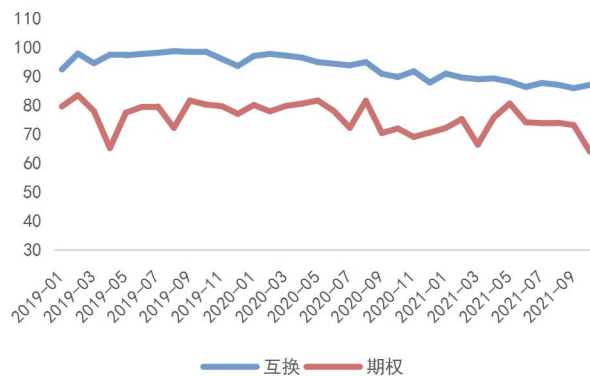
数据来源：证券业协会，山西证券研究所

图 20：高盛分部杠杆率



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：证券公司场外衍生品新增交易集中度 CR5



数据来源：Wind、证券业协会，山西证券研究所

2.历史复盘：证券板块顺应形势，从同质化到内部分化

从近二十年证券公司与市场指数的表现对比来看，证券板块长期与监管政策相关，中期与流动性和业务结构相关，短期与行业估值相关。同时随着行业业务结构的多元化及证券公司的差异化发展，行业从贝塔向阿尔法转变，在初期行业上市公司较少，同时业务高度依赖经纪业务，流动性宽松带来的成交量上涨是主要推动因素，同时板块内部表现同步；随着上市公司数量的增多，以及近年来部分证券公司走出一定的差异化发展路径，板块影响因素变为业务逻辑与流动性推动双重因素，从行业普涨到内部表现分化。

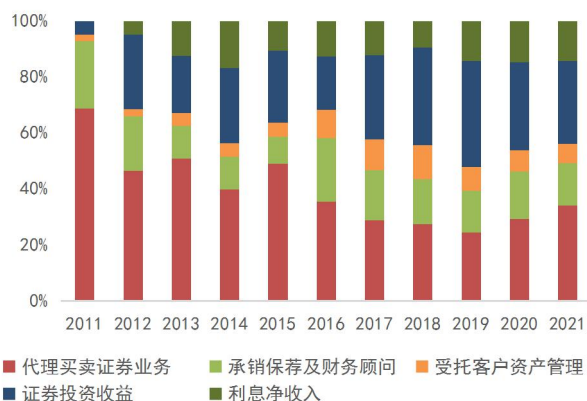
2.1 显示贝塔特征，走势和流动性高度相关

贝塔特征显著，证券板块拉长周期与沪深 300 指数相关性较大，由于与资本市场表现高度相关，如股票市场成交额、二级市场涨跌等影响，往往波动大于指数。

随着业务结构多元化估值下移。早期由于证券公司业务结构中经纪业务占比较大，二级市场的波动对业绩的影响明显，行业估值弹性较高，在牛市表现出较高的超额收益。随着证券公司拓展业务收入来源，结构更加多元化，对传统经纪业务的依赖逐步降低，同时重资本化明显，证券投资业务及资本中介业务的贡献度提升。重资本化带来行业估值中枢的逐步下移，从阶段性行情券商板块 PB 达到的最高点来看，2007 年估值最高达到 17.66 倍，后回落至 2 倍左右，2015 年最高点仅为 5 倍，之后估值中枢在 1-2 倍之间，2020 年 6 月证券行业估值达到阶段最高但仅为 2.25 倍。

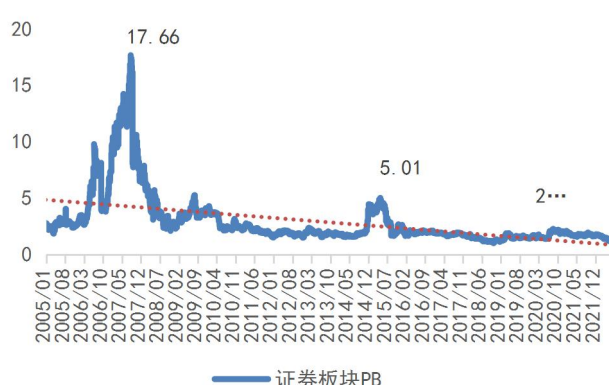
流动性宽松催化行情。主要受流动性和行业政策两大方面的影响，货币宽松对板块行情形成催化，与社融及 M2 等流动性相关性较大。核心逻辑为社融及 M2 增速上行往往是在货币宽松政策下的市场流动性改善，伴随着二级市场风险偏好的底部反转，进而带来成交量及市场活跃的提升，有利于证券公司经纪业务及自营业务的业绩改善，同时带动资管、基金、两融等业务，证券行业受益于经营业绩改善的估值修复。

图 23：证券行业收入结构逐步多元化



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

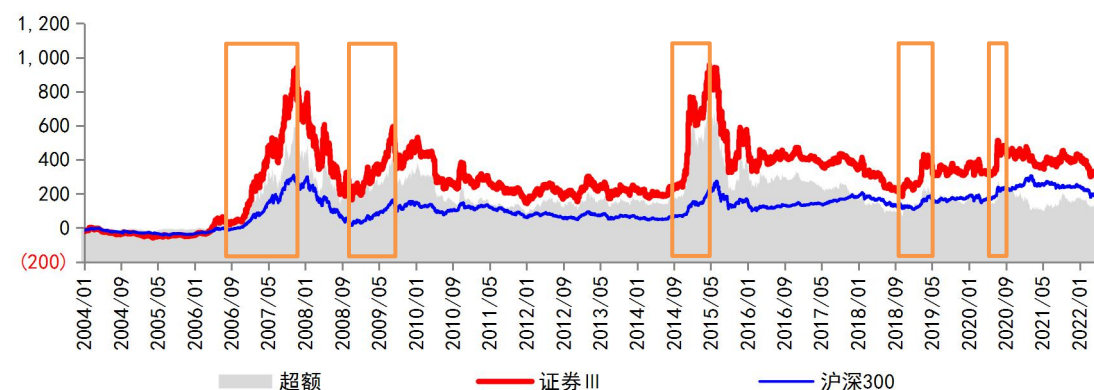
图 24：板块估值中枢下移



数据来源：Wind，山西证券研究所

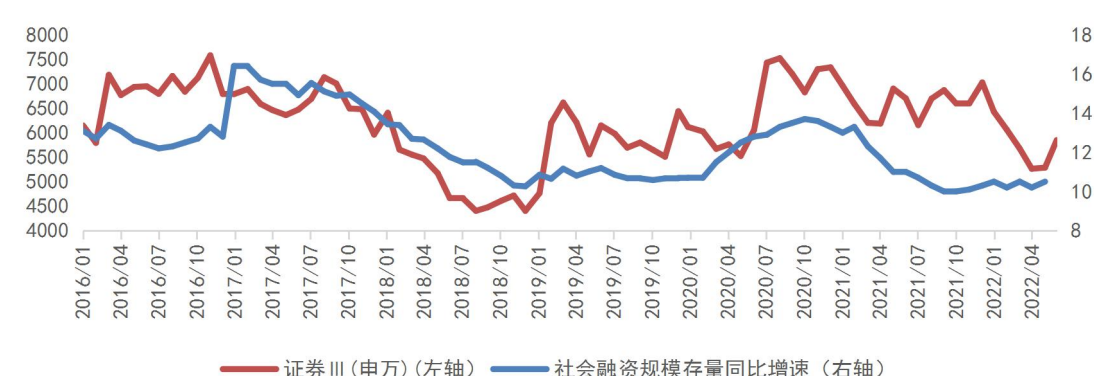
个股表现从同涨同跌到内部分化。若从行业个股来看，在前期，证券板块上市公司较少，多为行业龙头，同时业务模式相似，市场表现较为同质化，个股与板块指数走势一致。随着上市公司增多，同时业务经营分化，个股表现开始出现不同的趋势。在流动性宽松的单因素下，板块相对市场指数的超额收益较小，但若伴随着行业政策对业务的驱动，则超额收益明显，受益于政策改革的业务细分龙头表现强势，如科创板试点注册制推动的投行业务优势券商及资管或基金等头部券商在相对表现出优势。

图 25：证券板块与沪深 300 指数走势比较



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 26：证券板块与社融增速比较



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 8：2002 年以来行业表现

区间	板块涨跌	相较沪深 300	相较上证指数	行情主线	个股表现
2006.01-2007.11	1,713%	1,165%	1,262%	股权分置改革	国金证券、国元证券、中信证券等
2008.11-2009.08	130%	6%	33%	宽松的货币政策，“四万亿”刺激计划	东北证券、西南证券、国元证券、长江证券等
2014.07-2015.05	237%	117%	120%	流动性宽松，资本市场政策利好；两融和股票质押等资本中介业务贡献提升	西部证券、光大证券、兴业证券、华泰证券等
2018.10-2019.04	64%	44%	46%	股权质押风险缓释，注册制改革红利，设立科创板	天风证券、中信建投等
2020.06-2020.07	44%	23%	26%	混业经营，机构化-资管和公募	光大证券、浙商证券、兴业证券等

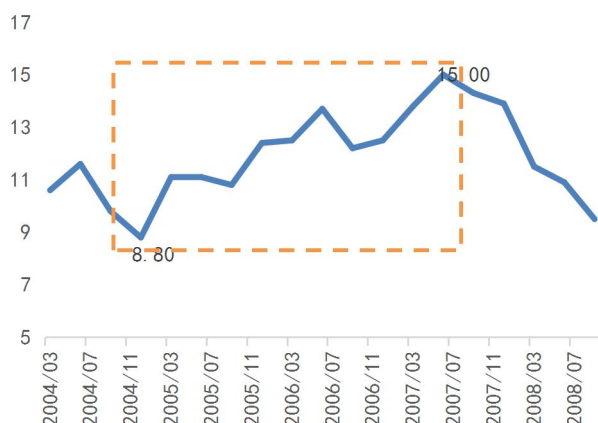
数据来源：Wind，山西证券研究所

2.2 流动性宽松，股权分置改革推动超额收益

05-07 年宏观经济持续向好，流动性宽松。这一时期，GDP 增速持续攀升，从 2004 年底的 8.8%，提高到 2007 年第二季度的 15%。流动性方面，2005 年我国开始实行以市场供求、参考一篮子货币进行调节的浮动汇率制度，人民币升值预期增加，带来外资流入，二级市场流动性大幅改善。同时 2005 年 8 月 23 日，中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》；9 月 4 日，中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》，我国的股权分置改革进入全面铺开阶段。股权分置改革改变了上市公司股份分为流通股和非流通股的股权分置状况的特殊问题，消除了流通制度的差异，是资本市场改革的里程碑事件。

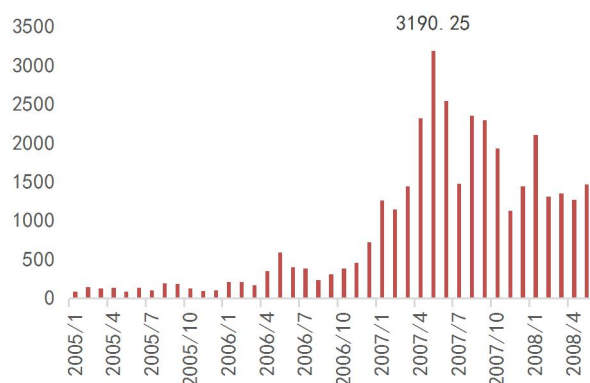
板块相对沪深 300 实现超额收益 1165%，成交活跃，龙头券商表现突出。市场进入牛市，二级市场成交额大幅增长并于 2007 年 5 月达到峰值，券商经纪业务大幅增长，2007 年行业平均 ROE 达到 58%，券商估值达到历史最高，PB 高达 22 倍。由于很多券商处于借壳重组时期，纯券商标的仅有中信证券和宏源证券两家。中信证券在经纪业务和投行业务具有行业领先地位，表现突出，超额收益明显。

图 27：2004-2008 年 GDP 当季同比（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28：2005-2008 年两市日均成交额（亿元）

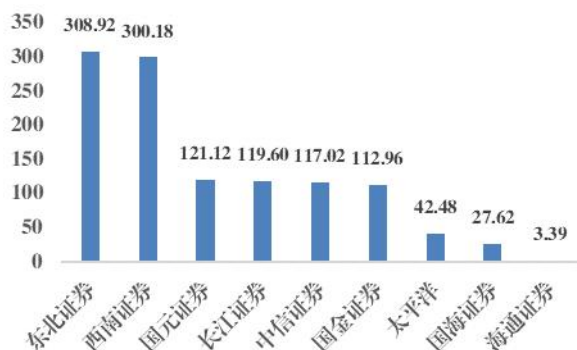


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.3 四万亿刺激下的市场同步上涨

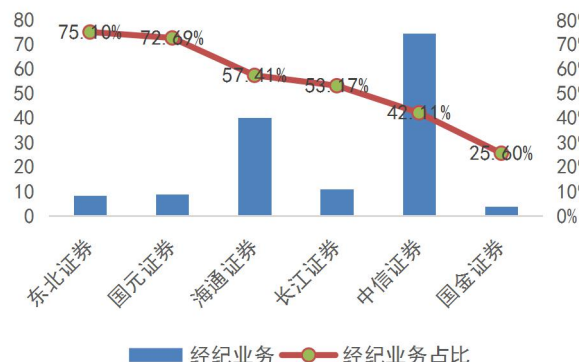
2008 年板块与市场同步上涨，超额收益仅 6%。2008 年全球金融危机下，推出了进一步扩大内需，促进经济平稳较快增长的“四万亿计划”，配合降准和降息的宽松货币政策。行业政策面上，监管严查股价操纵和内幕交易，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》，规范上市公司资产重组行为。当前时段，券商业务结构较为单一，经纪业务占比高，受益于市场活跃带动的经纪业务增长。行业龙头个股如东北证券经纪收入占比高达 75%，在牛市成交量扩大的带动下，业绩表现出了较高弹性，同时二级市场表现突出。

图 29：2008 年涨幅靠前的上市券商



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 30：经纪业务收入及占比对比（亿元/%）

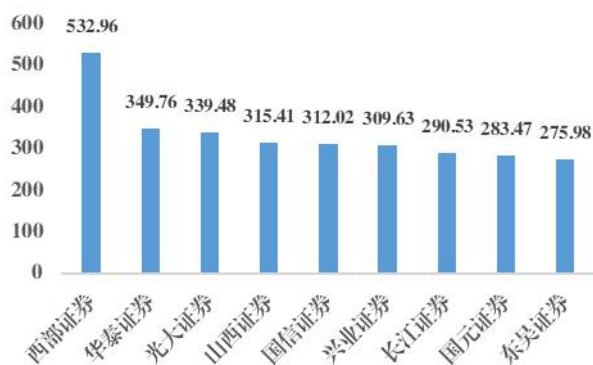


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.4 牛市带动经纪业务推动券商板块

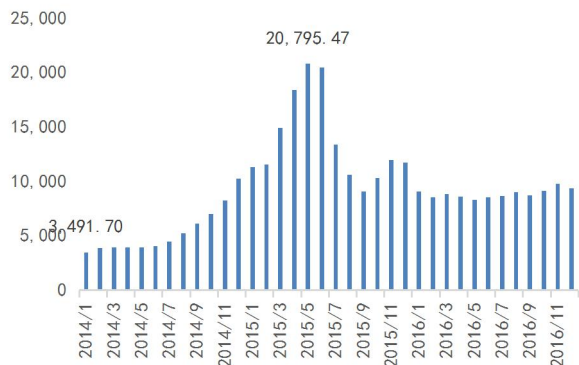
2014 年创新驱动实现超额收益 117%。2014 年货币政策进入新一轮宽松期，11 月 22 日央行下调了金融机构人民币贷款和人民币存款的基准利率，推动市场流动性改善。行业创新政策频出，如创新 11 条、新国九条，并且放松再融资、并购重组等政策，鼓励创新发展，证券公司收入结构多元化，对经纪业务依赖度降低。两融业务快速发展，规模从 2014 年初的 3000 亿达到 2015 年 6 月的两万亿以上，两市日均成交量在 2015 年达到 1.1 万亿，经纪业务及两融业务受益明显。个股中西部证券、光大证券、兴业证券和华泰证券等受益于经纪业务和两融业务的发展，表现较为突出。

图 31：2014 年涨幅靠前的上市券商



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 32：沪深两融余额（亿元）



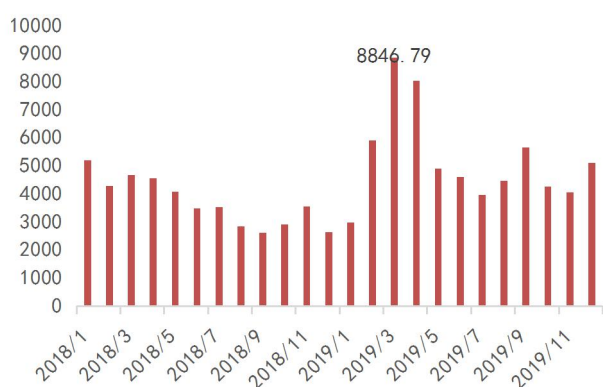
数据来源：Wind，山西证券研究所

2.5 18-19 年科创板设立的政策驱动

相较沪深 300 实现超额收益 44%，板块内部开始分化。国内经济下行压力加大，货币政策转向宽松，2019 年 1 月央行实施全面降准，1 月社融数据全面超预期。2018 年 11 月科创板正式宣布设立，再融资、并

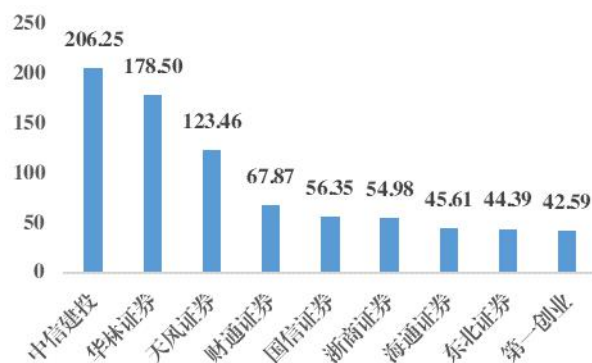
购重组政策再次松绑，注册制改革加速推广，受益于以直接融资比例为主线的资本市场改革，投行业务实力雄厚和储备项目充足的龙头券商估值提升更为显著。同时 2018 年市场大幅调整使得券商股权质押业务暴雷，资产减值侵蚀利润，多家券商破净，存在估值修复预期。日均成交量在 2019 年 3 月达到顶峰，同比提升 89%，环比提升 50%。行业 PB 估值从 1 倍上升至 1.88 倍，投行业务领先的券商表现突出，同时中小券商和区域性券商经纪业务和传统自营业务占比较高，对应弹性较大。

图 33：2018-2019 年两市成交额



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 34：2018 年涨幅靠前的上市券商



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.6 2020Q2 流动性宽松叠加部分热点

疫情冲击国内经济，2020 年上半年一次全面降准和两次定向降准，提供流动性，随着疫情逐步好转，宏观经济开始修复。在 2020 年证券板块行情持续时间较短，一个月时间行业 PB 从 1.37 到 2.20，且为行业普涨，超额收益不突出。行情主线主要有三条：一是混合经营、银行获发证券牌照的预期提升，光大证券和招商证券表现出超额收益；二是对外开放加速，打造航母级券商，中信证券和中信建投的合并预期提升，催化行情；三是投资者机构化，基金规模大爆发，增厚券商收益。

图 35：2018-2020 年行业估值

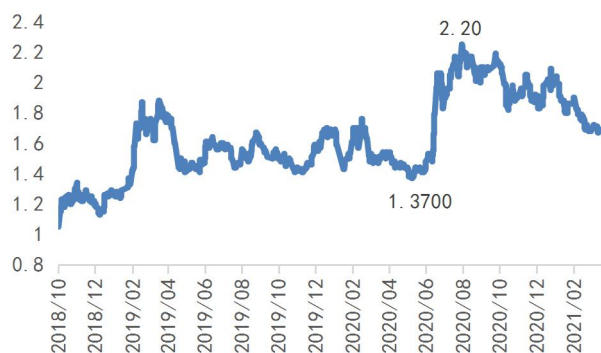
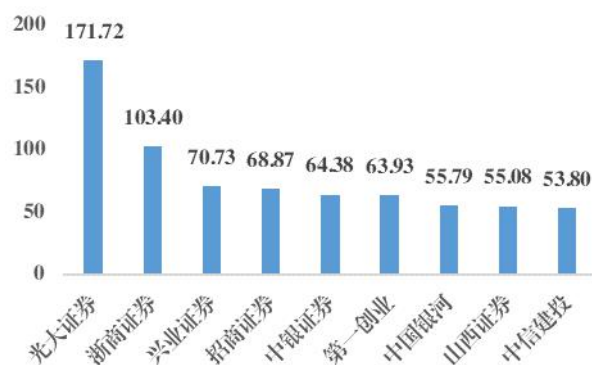


图 36：2020 年涨幅靠前的上市券商



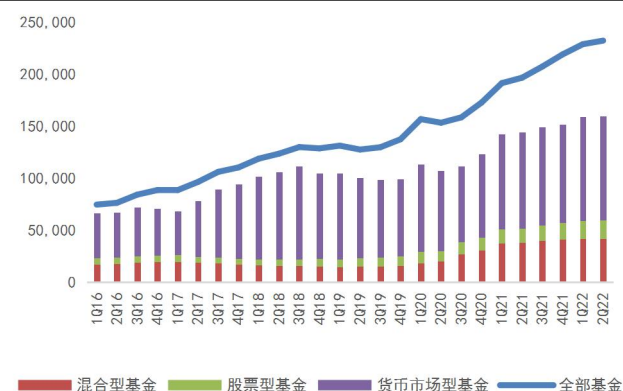
数据来源: Wind, 山西证券研究所

数据来源: Wind, 山西证券研究所

2.7 2021 年 7 月基金规模大爆发带来的结构性机会

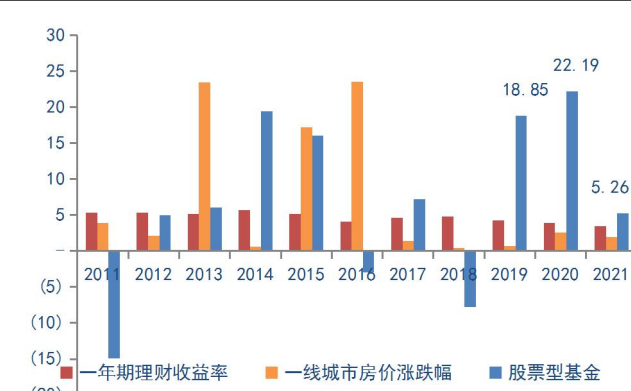
板块超额收益不明显, 基金及资管业务优势券商表现突出。2020 年及 2021 年市场逐步企稳, 连续三年收益率实现高于房产及银行理财的比较优势, 公募基金规模迎来大爆发, 2021 年底规模达到 25.45 万亿元, 较 2019 年四季度增长了 73%。进入 2022 年, 虽然由于市场波动发行规模下行, 2022 年 1-4 月, 发行规模分别为 1172 亿元、475 亿元、1058 亿元和 783 亿元, 同比均为下降, 但整体存量规模保持增长趋势。由于基金市场的繁荣, 证券公司受益于公募基金业务收入增长及控参股基金公司带来的投资收益, 部分券商表现突出, 2021 年的 7 月和 10 月, 如兴业证券、广发证券、东方证券等上市券商相较证券指数实现了较为明显的相对表现。

图 37: 基金规模大幅增长 (亿元)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 38: 股票型基金回报率有相对优势



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 39: 2021 年以来, 部分个股相对指数实现超额



数据来源: Wind, 山西证券研究所

3.投资策略：财富主线正当其时，聚焦特色精选个股

3.1 核心逻辑：行情启动，布局良机

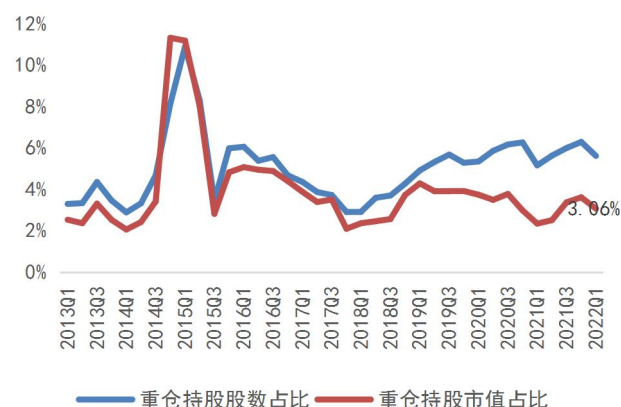
短期：处于估值底部，具有一定修复动能。2022年以来，板块持续下跌，进入6月虽然有所恢复，但处于估值底部区间。板块PB处于近五年的18.24%，近十年的9.08%，估值保护较高，向下空间小。随着疫情逐步控制，宏观经济逐步回暖，市场风险偏好回升，两市成交量放大，两融规模企稳回升，同时基金持仓处于低位，2022年一季度机构持仓比例为3.13%，仍处相对低位，向上动能较高，具备提前布局配置价值。

图 40：板块估值分位图



数据来源：Wind，山西证券研究所

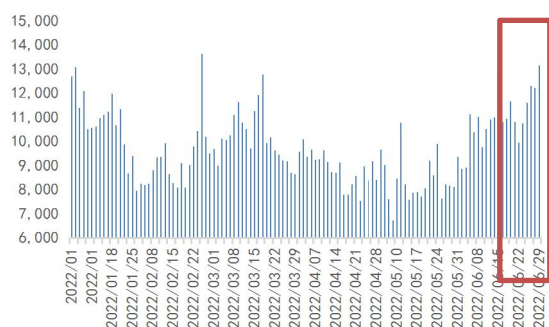
图 41：证券板块重仓持股比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

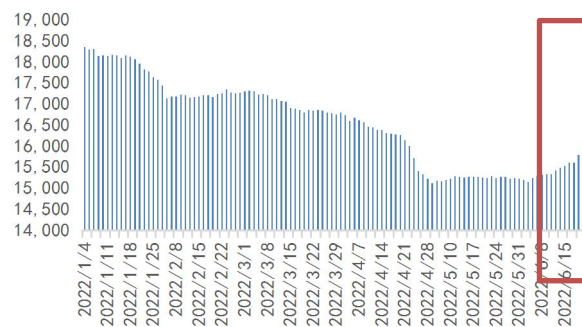
中期：反弹初期，市场风险偏好提升。宏观经济面临压力，货币政策宽松，降准释放流动性，5月20日，央行下调5年期LPR利率至4.45%，下调15个基点，降低长期贷款利率。稳经济大盘会议后各项政策加速落地，显示推动今年经济增长的决心，引导市场预期，稳定市场信心。随着流动性改善，进入6月以来，二级市场成交量提升，重回万亿以上，两融余额结束下降趋势，证券板块表现活跃。

图 42：市场成交放量（亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 43：两融余额企稳回升（亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

长期：板块超额收益还要看政策驱动，业务创新和转型。从历史复盘情况来看，在流动性改善和行业创新政策驱动的双重环境下，证券板块相对市场指数取得超额收益。近期科创板试点做市制度和全面注册制改革对券商贡献增量市场，推动行业经营情况改善，居民财富向权益类资产转移，推升财富管理需求，预计将呈现板块内部分化的结构性行情，小市值标的券商弹性较高，龙头券商业务优势更加明显，受益于政策的业务改善预期部分券商表现突出。

建议关注龙头券商和财富管理主线。龙头券商受益于行业集中度提升下的市场份额提升，同时在行情低谷期表现更加稳健，创新业务试点制也有利于头部券商保持业务优势，建议关注。同时建议关注财富管理相关产业链标的。

3.2 重点个股

（1）互联网财富管理投资标的

指南针：

看好互联网+证券牌照的广阔前景。2022年4月公司正式获得核准成为网信证券股东，有望成为我国第二家拥有券商牌照的互联网企业。依托在金融信息服务领域积累的客户资源、流量入口优势及营销优势，实现传统证券业务与互联网、大数据等新技术、新模式的深度融合，打通客户服务链条，完成重大跨越。

具有稳定且有技术背景的管理层，长效机制锁定人才。指南针实际控制人、创始人具有多年证券领域投资经验，多位高管主创及研发团队为清华大学计算机系毕业，对证券行业及金融软件系统经验丰富。多名高管持有公司股份，对372名中层管理人员和核心技术骨干实施了限制性股票与股票期权激励计划。

客户股票交易资金周转率高于传统券商，具备差异化竞争优势。相比传统证券公司客户群体，指南针现有客户群体证券交易频率更高，传统券商客户股票交易资金周转率平均值在10倍左右，而指南针客户股票交易资金周转率在30倍以上。产品更偏重市场分析，客户群体相对较小但黏性高，产品面向的客户群体主要为高净值的个人投资者，截至2021年末，公司累计注册用户为1500万，付费用户约为150万，培育了具有一定规模和品牌忠诚度的用户群体。

风险提示：证券业务整合不达预期；金融软件销售下滑；核心管理层变动。

东方财富：

互联网平台引流，通过证券牌照变现。公司依托东方财富网、天天基金网等门户网站，以及线上平台的规模效应，获得了大量低成本的客户流量，为东方财富证券实现客户导入服务，并与东方财富证券共同打造互联网证券服务平台，以证券业务和基金销售为主要的变现渠道。东方财富证券依托较低的佣金率和便捷的金融服务，以及股吧、Choice等工具提升用户黏性。天天基金以基金申购费和管理费为主要收入来

源，依托较高的专业度为客户匹配适合的金融工具和丰富的产品货架已经成为客户够买基金的重要渠道。

以证券+基金业务双引擎推动业绩高速增长。财富管理竞争力持续提升，公司经纪业务排名持续提升，代理买卖证券业务收入由 2017 年的第 46 位提升到 2021 年的第 12 位。在互联网渠道的基础上，加大对营业网点的布局，维护线下用户。两融规模市场份额由 2016 年的 0.45% 提升至 2021 年的 2.34%，财富管理业务跨越式发展。同时受益于基金市场蓬勃发展，天天基金已成为基金销售的重要一级，占第三方销售渠道的 31%，已经形成较高壁垒。2022 年 6 月公司基金托管资格获批，进一步巩固优势。

风险提示：基金代销规模下滑，二级市场大幅调整，核心管理层变动。

（2）龙头优势尽显，受益于集中度提升及创新业务试点

中信证券：

财富管理转型卓有成效。公司打造全产业链的财富管理体系，满足客户多元化、个性化服务需求，依托机构客户，形成面向超高净值客户的财富管理服务生态。股基交易额市占率提升至 7.16%（2020 年为 6.66%），5000 万以上企业家办公室客户 3000 户，资产超过万亿。基金投顾累计签约客户超过 9 万户，客户资产超过 70 亿元。分仓收入同比提升 58%、产品销售收入同比提升 35%。

投行业务优势持续巩固，资管业务收入占比大幅提升。紧抓注册制红利，在股票、债券、并购交易中均居行业第一。科创板 IPO 承销金额同比增长 31%，创业板 IPO 承销金额同比增长 158%。IPO 承销规模市占率由 9.3% 大幅提升至 15.83%。再融资承销规模市占率由 17.53% 提升至 19.29%。母公司资管聚焦机构和高净值客户，规模 1.63 万亿元，同比+19%。华夏基金资管规模为 1.66 万亿元，同比+14%，其中公募基金 1.04 万亿元。

完成 A+H 股配股发行，扩容资产负债表。配股募集资金约人民币 273.30 亿元，其中资本中介业务拟投入资金 190 亿元，有利于公司扩大重资产业务规模，满足各项风控指标要求，优化业务结构。

看好公司利用龙头优势，构建全产业链的客户服务体系和管理效能，同时公司配股为下一步的发展资产质量稳定向好，拨备缓释为未来业绩释放提供空间，员工持股彰显信心。

风险提示：二级市场大幅下滑，监管政策调整。

（3）兼具财富管理优势及较高弹性的中小券商

国联证券：

各项业务全面增长。在一季度市场大幅回调，券商业绩普遍承压的大环境下，一季度国联证券各项业务全面增长。经纪业务增长 7.89%，实现 1.38 亿元；投行业务实现收入 1.63 亿元，同比大幅增长 91.42%；资管业务实现收入 3461 万元，同比增长 70.33%；自营业务逆市增长，一季度实现公允价值变动损益+投资

收益合计 2.13 亿元，同比增长 25.70%，是一季度上市券商中自营业务实现增长的两家之一。

基金投顾稳步开展，稳居行业领先。财富管理业务围绕“小 B 大 C”开展，着眼于中小型地方商业银行、私募和以企业家为主的高净值客群，发展并完善业务模式和业务生态。通过定位、策略、服务上的差异化定位，实现对头部券商的弯道超车。公司是全行业首批 7 家获得基金投顾试点资格的券商之一，并于 2020 年 4 月正式上线服务，基金投顾业务快速发展，截止 2021 年末，签约总客户数达到 15.03 万户，签约资产规模 102.63 亿元，保持行业前列。

投行业务进步明显。2021 年公司股权业务快速发展，实现了 IPO 和再融资的双突破，股权承销排名 23 位，再融资排名 16 位。公司债与 ABS 承销带动债券承销业务快速发展，债券承销排名提升明显，承销总金额提升 19 位至 36 位，公司债提升 24 位至第 29。

管理层全面落定，开启全新发展征程。国联证券的高级管理团队多数曾经在证券和金融行业任职，具有丰富的管理经验、卓越的管理能力和前瞻性的战略思考能力。公司主要高管均出身中信证券，具备头部券商管理经验，同时推出员工持股计划，锁定核心优秀人才，优秀的管理团队及员工持股计划提升公司活力为公司的长期发展提供坚实基础。

风险提示：二级市场大幅下滑，监管政策调整。

表 9：重点股票业绩预测

代码	简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			EPS			PB			评级
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300083.SZ	指南针	9.74	14.53	19.22	1.22	3.47	4.77	0.30	0.86	1.18	13.0	10.2	7.9	买入 A
300059.SZ	东方财富	130.94	148.02	184.09	85.53	99.95	125.71	0.65	0.76	0.95	7.5	6.1	5.0	增持 A
600030.SH	中信证券	765.24	872.32	1031.8	231.00	308.22	382.47	1.77	2.08	2.58	1.39	1.26	1.14	买入 A
601456.SH	国联证券	29.67	35.27	41.07	8.89	11.04	12.28	0.36	0.39	0.43	2.06	1.90	1.69	增持 A

数据来源：Wind，山西证券研究所，最新股价 2022 年 7 月 1 日收盘价

4.风险提示

- 二级市场大幅下滑
- 疫情影响超出预期
- 政策推行不及预期

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层

电话: 010-83496336

