

龙头守正+中小出奇，底部配置正当时

——证券行业 2023 年年度策略

核心观点

- **2022 年板块行情缺乏明显主线，资本市场改革步伐放缓。** 1) 券商板块整体行情不佳，截至 2022/11/09，证券 II (申万) 指数 PB 估值已跌至 2017 年以来的 0.9% 分位处。2) 个股表现方面缺乏明显主线，部分中小券商的股价表现甚至大幅跑赢行业龙头。3) 2022 年资本市场改革节奏有所放缓，规范性、整顿性政策频出。
- **23 年资本市场改革有望再掀新篇章，龙头“守正”是王道。** 1) 注册制改革进入第四个年头，已进入深水区，伴随着定价发行等阶段出现的一些违规乱象，监管政策也将随之有针对性地调整，注册制也将日趋成熟。考虑到主板注册制有望于短期内开启，我们认为投行龙头仍将重点受益。2) 22 年科创板做市开启成为资本市场改革的重头戏，也为 A 股做市业务拉开序幕。场内衍生品持续扩容，个股期权仍是最值得期待的资本市场创新领域。新规后场外衍生品市场短期面临整肃调整后，有望再掀新篇章。3) 在我国证券行业的重资产化趋势之下，机构业务的重要性已日益凸显，但考虑到机构业务对资本实力、监管资源、机构客户资源、专业能力等多维度要素有很高的要求，同时叠加业务资质与牌照的限制，龙头券商竞争优势明显。
- **竞争加强马太效应，“出奇”或是中小券商的唯一出路。** 1) 东方财富作为行业最早搅局者，示范效应吸引传统券商和第三方平台软件公司跟随创新与突破，有望借助金融科技参与竞争：i) 网信证券被指南针收购成为第二家互联网券商，对行业格局展开第二次冲击与重构；ii) 湘财证券和益盟股份在六大领域展开合作，意图强强联合；iii) 华林证券收购海豚股票 app，合作字节跳动搅局金融科技战场。多家中小型券商致力于通过互联网化实现弯道超车。2) 资源调动能力强的券商和存在区域性优势券商有独特竞争力：i) 国联证券管理层强势，原中信团队调动资源能力强，纵向并购拓宽公司业务范畴，横向并购有望在未来不断扩大公司规模；ii) 浙商证券依托浙江高净值人群大力发展财富管理业务，通过定增、可转债等多渠道补充运营资金，支持公司业务向第一梯队迈进；iii) 华安证券扎根安徽，提出“服务新兴产业的创新型投行”目标，服务地区高端制造产业，依托产业升级分享地区发展红利。

投资建议与投资标的

- 随着三季报业绩发布，券商业绩压力有望缓释。板块估值仍处于底部，证券 II (申万) 指数 PB 估值位于 17 年以来的 0.9% 分位，市场流动性呈改善趋势，经济托底政策持续推出，经济呈现弱复苏状态，同时考虑到在众多低估值板块中券商板块弹性优势明显，赔率与性价比较高。建议左侧布局等待板块资金轮动机会，以博取后期反弹空间，自下而上优选两条主线：
- **1) 头部券商“守正”：**以股票衍生品与做市交易为代表的机构业务是当前推荐的最重要主线，同时有望于短期内落地的全面注册制等政策面因素也将重点利好机构龙头，推荐**中信证券(600030, 增持)**，建议关注**中金公司(601995, 增持)**。
- **2) 中小券商“出奇”：**当前行业正处于白热化与同质化竞争的“内卷”环境当中，在综合实力竞争下中小券商处于全面下风，唯有出奇方能制胜。一方面，东财的示范效应在前，众多中小券商摩拳擦掌试图借助金融科技的力量实现弯道超车；另一方面，优质管理层带来的丰富监管资源或具有前瞻性的发展战略，以及地域优势与产业结构优势带来的中长期业务发展空间，都将有助于中小券商打造特色化的比较优势业务，推荐**国联证券(600145, 增持)**，建议关注**浙商证券(601878, 未评级)**，**华安证券(600909, 未评级)**，**湘财股份(600095, 未评级)**。

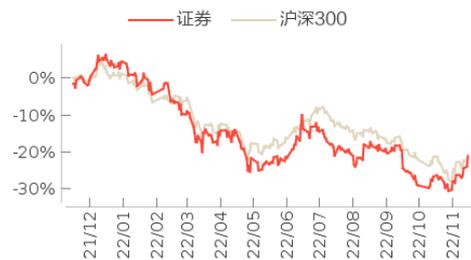
风险提示

海内外不确定性因素带来的系统性风险对非银行业整体业绩与估值的压制；
监管超预期收紧或转向对行业整体层面形成较大冲击；
券商科创板项目跟投收益率测算结果存在较大偏差。

行业评级

看好 (维持)

国家/地区 中国
行业 证券行业
报告发布日期 2022 年 11 月 16 日



证券分析师

孙嘉庚 021-63325888*7041
sunjiageng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520080006
香港证监会牌照: BSW114

唐子佩 021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060001
香港证监会牌照: BPU409

相关报告

疫情加速产业轮动与券业变革，“大财管”与“大机构”将奏响时代强音：——后疫情时代的投资逻辑之证券业 2022-05-12

券业三年大行情或将告一段落，市场困难时期更要坚守主线逻辑：——证券行业 2021 年报综述及 1Q22 季报前瞻 2022-04-17

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 2021-12-04

目录

1.	2022 年行业回顾：静待市场回暖，券商板块估值修复	5
1.1.	行业低谷缺乏明确主线，部分中小券商取得超额收益	5
1.2.	改革脚步放缓，“全面注册制”箭在弦上	7
2.	22 年资本市场改革步伐放缓，23 年有望再掀新篇章，龙头“守正”是王道	8
2.1.	全面注册制“虽迟终到”，主板改革蓄势待发，看好龙头将重点受益	9
2.1.1.	注册制发行定价仍需持续优化，改革之路任重道远	9
2.1.2.	注册制先后席卷“双创”、北交所，主板改革呼之欲出，龙头或仍是最大赢家	12
2.2.	2023 年继续关注做市及衍生品业务领域的创新力量	14
2.2.1.	做市：科创板做市开启或为 A 股做市业务中长期发展提供示范效应	14
2.2.2.	场内衍生品：指数/ETF 期权持续扩容，深交所股票期权持续期待	16
2.2.3.	场外衍生品：轻装上阵再启航	20
2.3.	机构业务舞台群雄逐鹿，龙头“守正”是王道	21
3.	白热化“内卷”叠加行业强马太效应，“出奇”或是中小券商的唯一出路	23
3.1.	东财“珠玉在前”，中小券商弄潮 Fintech 期待弯道超车	23
3.1.1.	网信证券：被指南针收购，蜕变为 A 股第二家互联网券商	24
3.1.2.	湘财股份：与益盟达成战略合作，期待股权方式提升 Fintech 力量融合	26
3.1.3.	华林证券：收购字节跳动旗下海豚 app，期待流量变现打开新空间	29
3.2.	方向明确+路线“出奇”，区域性券商争夺“出圈”良机	31
3.2.1.	国联证券：管理层前瞻且强势，期待打造中小“衍生品+泛财管”典范	31
3.2.2.	浙商证券：管理层专业且资深，充分挖掘区域“财富”优势	34
3.2.3.	华安证券：区域发展带来的产业结构优势明显，业务前景广阔	36
4.	投资建议：龙头守正+中小出奇，底部配置正当时	38
5.	风险提示	39

图表目录

图 1: 2022 年沪深 300 指数、创业板指数走势 (截至 2022 年 11 月 09 日)	5
图 2: 证券 II (申万)、证券 II (中信) 指数走势 (截至 2022 年 11 月 09 日)	5
图 3: 2022 年券商板块个股股价表现 (单位: %; 截至 2022 年 11 月 9 日)	6
图 4: 2020/01-2022/09 日均股基成交额 (亿元)	6
图 5: 2021/01-2022/09 日均换手率 (%)	6
图 6: 注册制下科创板发行平均市盈率与首日平均涨跌幅 (倍, %)	10
图 7: 注册制下创业板发行平均市盈率与首日平均涨跌幅 (倍, %)	10
图 8: 2019-2022 年券商跟投浮盈浮亏与总累计收益率	11
图 9: 2015-2022 年前三季券商投行股权承销规模 (IPO、增发与配股) 与集中度	13
图 10: 2019 年 7 月至今各板块募资金额对应数量情况	13
图 11: 2019 年 7 月至今各上市板块募资额 (亿元) 与上市数	13
图 12: 2019 年 7 月至今各上市板块募资额分布结构对比	13
图 13: 各券商科创板做市标的总市值 (亿元)	16
图 14: 各券商科创板做市标的数量	16
图 15: 2011-2022/(1-10) 股指期货成交额 (万亿元)	17
图 16: 2011-2022/(1-10) 股指期货成交量 (万手)	17
图 17: 2011-2022/10 股指期货持仓量 (万手)	17
图 18: 2015-2021 年上交所期权成交量 (亿张) 及增速	18
图 19: 2016/02-2022/10 上交所期权持仓量 (万张)	18
图 20: 19-22 年 IO 与 MO 月成交量 (万张)	19
图 21: 19-22 年 IO 与 MO 月持仓量 (万张)	19
图 22: 2016-2021 场内股票期权成交量构成 (按业务类型)	19
图 23: 2016-2021 场内股票期权成交量结构 (按交易方类型)	19
图 24: 2018/01-2022/01 新增收益互换名义本金 (亿元)	21
图 25: 2018/01-2022/01 新增场外期权名义本金 (亿元)	21
图 26: 2018/12-2022/01 存续收益互换名义本金 (亿元)	21
图 27: 2018/12-2022/01 存续场外期权名义本金 (亿元)	21
图 28: 21Q1-22Q3 头部券商单季度净利润 (亿元) 表现	22
图 29: 21Q1-22Q3 头部券商季度利润波动表现	22
图 30: 东方财富股基成交额 (万亿元) 与经纪业务市占率	23
图 31: 东方财富基金销售额 (亿元) 与基金代销业务市占率	23
图 32: 网信证券发展历程	24
图 33: 益盟发展历程	27
图 34: 指南针股票与益盟平台月活人数 (万)	27

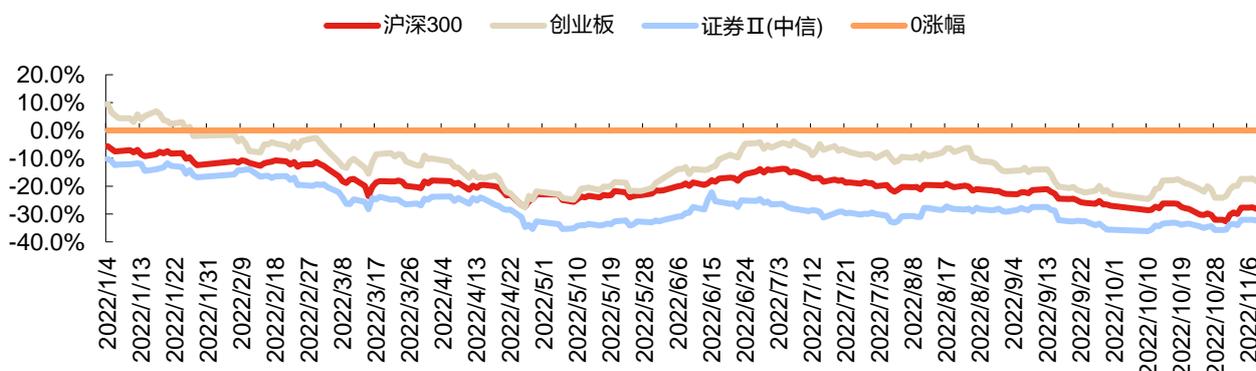
图 35: 投资咨询业务手续费及佣金收入 (万元)	29
图 36: 华林证券的发展历程与近期重要事件	29
图 37: 华林财富与海豚股票月活人数 (万)	30
图 38: 国联证券衍生工具名义金额 (单位: 亿元)	33
图 39: 国联证券基金投顾签约户数和资产规模	33
图 40: 国联证券投资咨询业务净收入快速增长	33
图 41: 浙商证券的发展历程	34
图 42: 浙江省 GDP 与增速情况	35
图 43: 全国与浙江城镇居民人均可支配收入 (万元)	35
图 44: 浙商证券金融产品销量与保有量 (亿元)	35
图 45: 安徽省年末国内上市公司数量	36
图 46: 2021 年安徽省各行业所包含公司数量	37
图 47: 2017/01-2022/10 证券 II (申万) 指数 PB 估值	38
图 48: 2021/01-2022/11 中小券商与大券商之间 PB 估值差 (截至 11 月 9 日)	38
表 1: 2019-2022 年证监会发行政策情况	7
表 2: 2022 年证券市场政策	8
表 3: 科创板破发情况	9
表 4: 创业板破发情况	9
表 5: 19-22 年各券商跟投损益与累计收益率 (亿元, %)	10
表 6: 全面注册制落地信号梳理	12
表 7: 科创板做市商制度发展历程	14
表 8: 科创板首批做市交易券商与股票	15
表 9: 场内期权业务交易商名单	16
表 10: 我国场内金融衍生品上市种类汇总 (截至 2022 年 5 月)	17
表 11: 场外期权一二交易商名单 (截至 2022 年 10 月)	20
表 12: 《证券公司股权管理规定》对证券公司第一大股东、控股股东的要求	24
表 13: 网信证券各单项业务资质情况	25
表 14: 湘财股份的互联网基因	26
表 15: 湘财证券与益盟的合作内容	28
表 16: 字节跳动参与券商业务历程	31
表 17: 国联证券高管情况	31
表 18: 对比同批次券商, 国联基金投顾业务展业早、规模领先 (截至 2021 年末)	33
表 19: 17-21 年浙商证券各项指标排名情况	36
表 20: 华安证券主要业务收入情况 (亿元)	37
表 21: 17-21 年华安证券各项核心指标排名	37

1. 2022 年行业回顾：静待市场回暖，券商板块估值修复

1.1. 行业低谷缺乏明确主线，部分中小券商取得超额收益

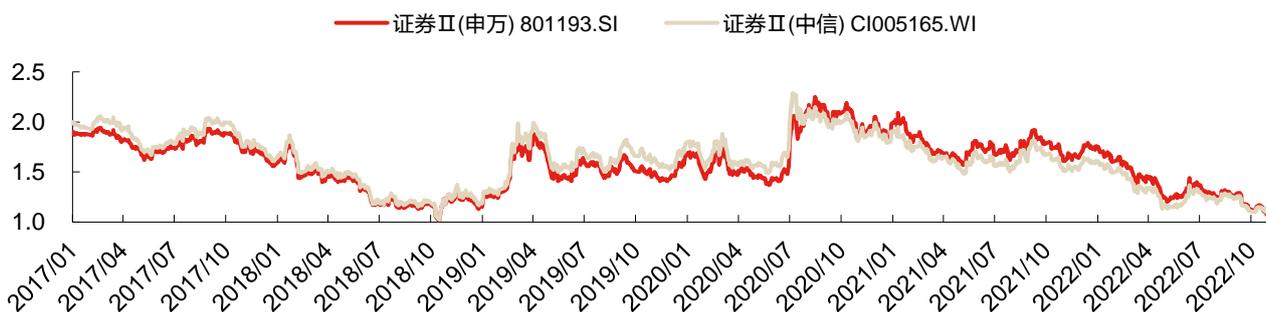
2022 年券商板块普跌，板块估值处于历史极底。2022 年券商板块整体行情表现不佳，截至 11 月 09 日，沪深 300 指数全年累计下跌 28.73%，创业板指数累计下跌 19.11%，证券Ⅱ（中信）累计下跌 32.67%，跌幅超过大盘。在市场整体表现不好的情况下，券商板块明显承受了更大的压力。证券Ⅱ（申万）、证券Ⅱ（中信）指数分别处于 2017 年以来的 0.90%、8.30%分位，是近五年来的低位区。

图 1：2022 年沪深 300 指数、创业板指数走势（截至 2022 年 11 月 09 日）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：证券Ⅱ（申万）、证券Ⅱ（中信）指数走势（截至 2022 年 11 月 09 日）

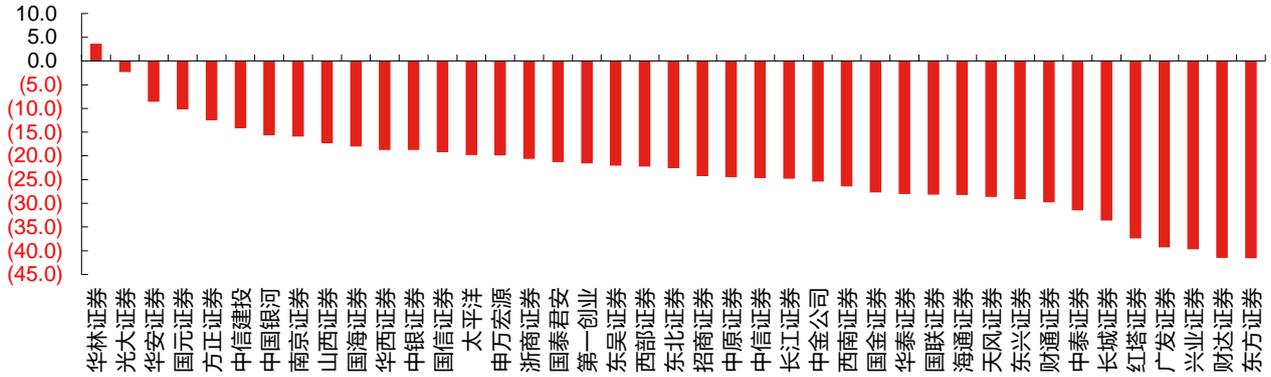


数据来源：wind，东方证券研究所

行业缺乏明显主线，部分中小券商相较于龙头券商取得了超额收益。个股表现方面，证券板块内的个股仅有华林证券有增长，涨幅为 3.65%，光大和华安证券跌幅较小，累计跌幅为 2.37%、8.60%，其余个股累计跌幅均超过 10%。同时，部分中小券商的股价表现甚至优于行业龙头，行

业白马中信证券、中金公司与华泰证券 2022 年股价下跌幅度为 24.68%、25.45%、28.07%，均处于行业靠后。

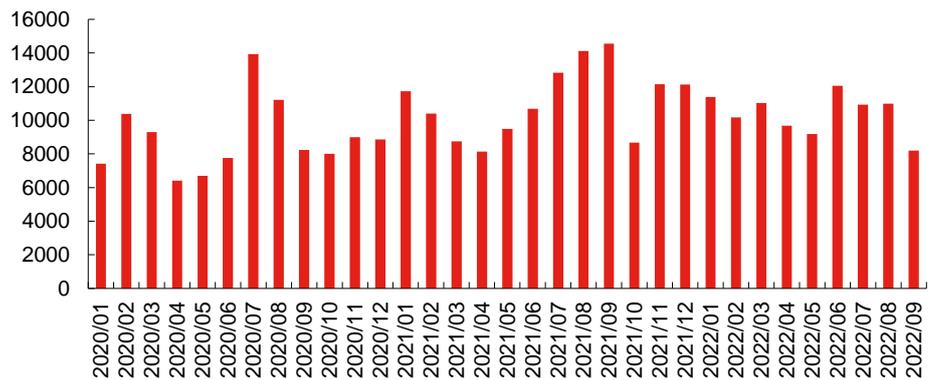
图 3：2022 年券商板块个股股价表现（单位：%；截至 2022 年 11 月 9 日）



数据来源：wind，东方证券研究所

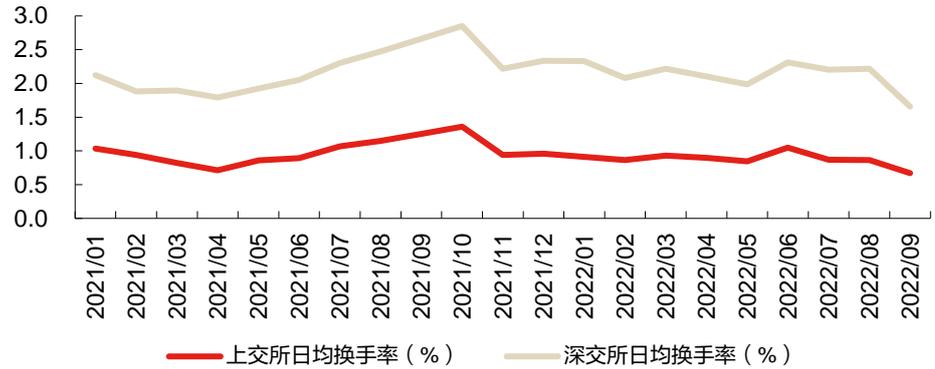
22Q3 以来市场成交额较去年同期下滑明显。 1) 22 年 7-9 月 A 股市场日均股基成交额分别为 1.09 万亿元、1.09 万亿元、0.82 万亿元，22 年 7-9 月日均股基成交额较去年同期下降 14.8%、22.1%、43.7%，在去年同期高基数下，2022Q3 单季度交易量同比降幅较大；2) 整体来看，22 年前三季度的市场日均股基成交额 1.04 万亿元，同比下降 7%。3) 从换手率来看，7-9 月，上交所日均换手率分别为 0.87%、0.86%、0.67%，深交所日均换手率分别为 2.20%、2.22%、1.66%，变化趋势与成交额基本吻合。

图 4：2020/01-2022/09 日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 5：2021/01-2022/09 日均换手率（%）



数据来源: wind, 东方证券研究所

1.2. 改革脚步放缓，“全面注册制”箭在弦上

2022 年我国资本市场风平浪静，政策出台节奏放缓。1) 相比于 2019 年科创板开板，2020 年创业板注册制改革，2021 年北交所开板，今年预期的全面注册制改革迟迟没有迎来落地。2) 其他方面的政策改革相较前三年也有所减少，19、20、21 年证监会全年分别发布了 7、6、5 条证监会令，2022 年仅有一条。

表 1: 2019-2022 年证监会发行政策情况

时间	证监会发行政策
2019	1.科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行） 2.科创板上市公司持续监管办法（试行） 3.非上市公众公司信息披露管理办法 4.公开募集证券投资基金信息披露管理办法 5.境外证券期货交易所驻华代表机构管理办法 6.证券公司股权管理规定 7.关于《期货交易管理条例》第七十条第五项“其他操纵期货交易价格行为”的规定
2020	1.创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行） 2.创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行） 3.创业板上市公司持续监管办法（试行） 4.可转换公司债券管理办法 5.公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法 6.合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法
2021	1.北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行） 2.北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行） 3.证券市场资信评级业务管理办法 4.证券期货违法行为行政处罚办法 5.北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）
2022	1.证券基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法

数据来源: 证监会, 东方证券研究所

2022 年，资本市场政策倾向于规范整顿市场，创新改革步伐减慢，未来仍值得期待。1) 《公募基金管理人监督管理办法》、《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》有效管理市场乱象，长期有利于市场稳定，不是短期催化板块发展的政策类型。2) 理性全面看待《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》意图及影响，证券与基金费率市场化程度高，行政化压降的影响有限且难以一刀切或一蹴而就。3) 科创板做市交易业务姗姗来迟，年底落地后对参与券商今年业绩影响较小，相对券商增量业绩增长贡献有限，不能改变目前较为悲观的行业预期，但另一方面该政策填补了 A 股无做市交易制度的空白，丰富券商去方向化自营业务的选择，有效降低自营投资表现波动性，提升券商整体业绩的稳定性与韧性。

表 2：2022 年证券市场政策

实施时间	2022 年发布政策
2022/2/11	证监会发布《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》
2022/4/21	国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，明确实行账户制个人养老金制度。
2022/5/1	证监会发布《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》
2022/5/20	证监会发布《公募基金管理人监督管理办法》及其配套规则。
2022/5/20	上交所正式发布并施行《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 4 号——科技创新公司债券》（简称《科创债指引》）。
2022/7/15	上海证券交易所制定了《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》。
2022/9/15	国务院办公厅于 9 月 15 日出台《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》。
2022/10/21	沪深两所同时公告，分别扩大其融资融券标的范围，对于主板股票和创业板注册制改革前上市的创业板股票，标的数量由 1600 只扩大至 2200 只，扩容幅度达 38%。
2022/10/28	上海证券交易所与中国证券金融股份有限公司、中国证券登记结算有限责任公司联合发布《科创板做市借券业务细则》，并自发布之日起施行。
2022/10/31	科创板股票做市交易业务启动

数据来源：中国证券报，东方证券研究所

2. 22 年资本市场改革步伐放缓，23 年有望再掀新篇章，龙头“守正”是王道

学习二十大会议精神，金融行业和资本市场迎来新发展格局。党的二十大报告对金融行业和资本市场的直接表述并不多，主要为提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。习近平总书记二十大针对金融行业和资本市场的整体思路方向与十九大以来相比并没有出现较大变化，但在执行力度要求上不断加强。2022 年 4 月 10 日《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》对加快发展统一的资本市场作出了具体安排，资本市场将更好地支持创新型企业实现融资发展，提升投资者资产配置效率。《意见》有以下要点：1) 资本市场的核心功能是服务于实体经济。2) 统一的资本市场是全国统一大市场的重要组成部分。3) 直接融资将面临巨大的发展机遇。4) 进一步加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系。

2.1. 全面注册制“虽迟终到”，主板改革蓄势待发，看好龙头将重点受益

2.1.1. 注册制发行定价仍需持续优化，改革之路任重道远

注册制进入改革的深水阶段。2019年7月22日科创板开市，注册制首次落地，2020年8月14日创业板注册制改革，2021年11月15日北交所开市。3年的注册制尝试使得我国年新增IPO数量不断增加，资本市场快速发展，但是也产生了一些不可忽视的问题。

22年以来新股破发比例过高，注册制定价发行改革任重道远。22年科创板和创业板破发率都超过50%，同比增速很快。从19年至22年，科创板30日破发率分别为18.6%、8.3%、14.2%、65.1%；从20年至22年，创业板30日破发率分别为22.2%、19.6%、50.0%，呈现出逐年上涨的趋势。2022年科创板180日破发率达到了惊人的72.6%，如果除去上市还未达到180日的暂未破发股票，实际破发率还会更高。过高的破发率从侧面反映出当前我们A股注册制发行定价改革仍有较长的路要走。

表 3：科创板破发情况

发行年份	发行新股数	30 天破发数	90 天破发数	180 天破发数	30 天破发率	90 天破发率	180 天破发率
2019	70	13	14	18	18.6%	20.0%	25.7%
2020	145	12	21	28	8.3%	14.5%	19.3%
2021	162	23	25	33	14.2%	15.4%	20.4%
2022	106	69	74	77	65.1%	69.8%	72.6%

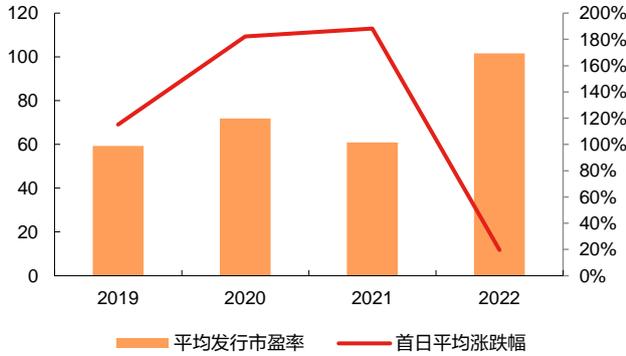
数据来源：wind，东方证券研究所 注:2022年截至10/28

表 4：创业板破发情况

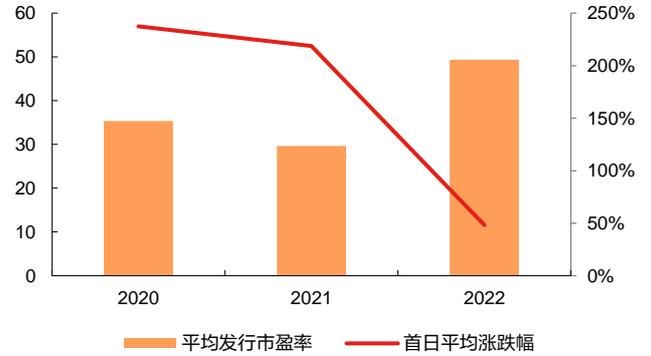
发行年份	发行新股数	30 天破发数	90 天破发数	180 天破发数	30 天破发率	90 天破发率	180 天破发率
2020	63	14	16	20	22.2%	25.4%	31.7%
2021	199	39	53	65	19.6%	26.6%	32.7%
2022	124	62	78	84	50.0%	62.9%	67.7%

数据来源：wind，东方证券研究所 注:2022年截至10/28

新股定价过高的副作用就是注册制跟投的亏损，券商需平衡投行业务与跟投业务二者的利益关系，不断提升定价的合理性。科创板与创业板的平均发行市盈率在2022年均有大幅度提高，分别为101、49倍，同比增长67.0%、66.5%。平均首日涨跌幅为19.6%、48.2%，同比下降89.6%、77.9%。虽然较高的发行价增厚了券商的承销保荐收费，但是却无形中增加了注册制跟投亏损的程度与可能性。在核准制下，新股发售定价市盈率很少超过23倍，新股得以实现“首日不败”，网下打新是投资账户无风险增厚收益来源。在注册制下，放弃了对市盈率的要求，科创板19-22年发行市盈率为59、71、60、101倍，创业板20-22年发行市盈率为35、30、49倍，均远超23倍的原定价指引。2022年以来由于新股定价过高叠加市场行情的低迷，51家保荐机构跟投新股，有44家的累计收益为负数。22年券商跟投总累计收益率为亏损30.50%，累计亏损78.90亿元。

图 6：注册制下科创板发行平均市盈率与首日平均涨跌幅（倍，%）


数据来源：wind，东方证券研究所 注:2022 年截至 10/28

图 7：注册制下创业板发行平均市盈率与首日平均涨跌幅（倍，%）


数据来源：wind，东方证券研究所 注:2022 年截至 10/28

表 5：19-22 年各券商跟投损益（亿元）与累计收益率测算结果

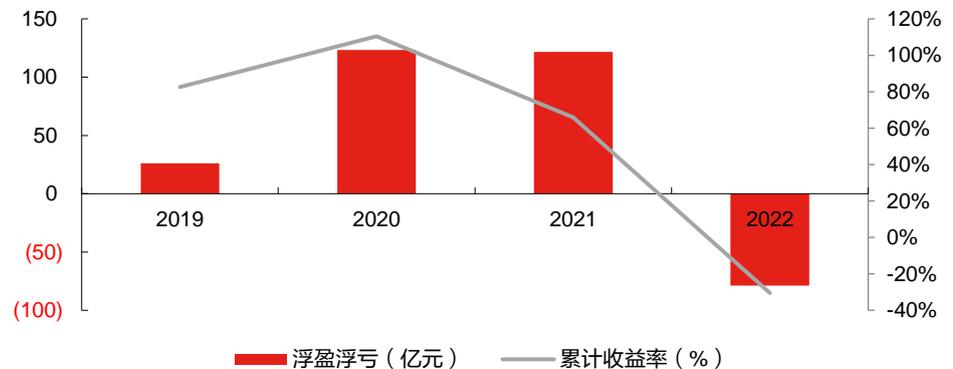
券商简称	合计投入资金	2019年浮盈浮亏	2020年浮盈浮亏	2021年浮盈浮亏	2022年浮盈浮亏	2019年累计收益率	2020年累计收益率	2021年累计收益率	2022年累计收益率
中信证券	41.33	3.66	14.76	18.91	-13.79	95.75%	116.08%	75.81%	-33.37%
中金公司	40.88	4.13	22.88	5.36	-10.96	89.08%	113.36%	17.13%	-26.82%
海通证券	31.40	1.39	21.30	8.92	-13.96	126.67%	144.00%	42.53%	-44.44%
中信建投	22.61	2.50	9.33	10.86	4.86	76.31%	103.84%	79.65%	21.51%
华泰证券	19.21	1.77	7.49	8.90	-6.65	69.43%	86.27%	59.10%	-34.63%
国泰君安	14.42	2.35	9.08	5.30	-3.46	103.75%	174.21%	65.40%	-24.03%
民生证券	8.48	0.96	1.88	11.17	-6.00	97.62%	68.83%	170.51%	-70.77%
招商证券	7.24	0.88	4.92	3.12	-1.68	60.94%	121.08%	54.69%	-23.28%
国信证券	5.72	1.70	3.40	6.61	-0.59	95.11%	110.22%	170.79%	-10.26%
申万宏源	5.50	0.62	2.36	-0.41	-0.79	237.02%	172.14%	-11.74%	-14.39%
高盛高华	4.43	-	-	-1.11	-0.58	0.00%	0.00%	-24.97%	-13.19%
国金证券	4.35	0.01	0.58	1.43	-0.45	1.54%	40.06%	41.81%	-10.41%
东方证券	4.29	0.09	0.92	0.53	1.47	28.53%	82.33%	19.49%	34.33%
光大证券	4.15	-	4.11	1.73	-3.53	0.00%	179.20%	57.92%	-85.04%
兴业证券	3.67	0.26	0.59	3.86	-1.62	65.58%	27.88%	114.36%	-44.27%
安信证券	3.38	1.06	1.64	3.01	-1.13	104.09%	83.76%	99.21%	-33.30%
国元证券	3.06	-	2.02	1.23	-2.14	0.00%	214.59%	48.57%	-69.84%
长江证券	2.36	0.06	0.34	1.28	-1.36	9.36%	26.38%	54.13%	-57.77%
东兴证券	2.26	0.70	3.21	4.56	-2.64	70.50%	163.16%	202.06%	-116.70%
西部证券	2.14	-	1.73	-0.19	-0.68	0.00%	128.98%	-9.11%	-31.88%
中航证券	1.81	-	0.84	0.12	0.38	0.00%	202.34%	29.99%	20.74%
广发证券	1.77	0.67	1.75	3.52	-3.18	52.77%	98.69%	198.69%	-179.08%
东莞证券	1.72	0.20	0.59	1.65	-0.98	66.61%	75.89%	95.90%	-57.28%
中泰证券	1.71	-	0.14	2.15	1.21	0.00%	26.75%	163.88%	70.84%
浙商证券	1.49	-	0.61	2.74	-1.16	0.00%	80.62%	184.27%	-78.29%
东吴证券	1.48	0.15	1.15	2.83	-1.22	57.55%	134.96%	191.48%	-82.87%

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。

南京证券	1.40	1.24	0.28	1.00	-1.40	206.20%	46.55%	99.66%	-99.67%
方正证券	1.38	0.26	-0.13	0.16	0.00	136.68%	-29.00%	36.55%	0.33%
中国银河	1.34	-	0.67	-0.36	-0.01	0.00%	85.82%	-45.42%	-0.53%
申港证券	1.29	-	0.30	0.08	-0.49	0.00%	23.38%	6.15%	-38.39%
东海证券	1.28	-	-	-	-0.43	0.00%	0.00%	0.00%	-33.79%
瑞银证券	1.20	0.00	-0.03	0.22	-0.49	0.82%	-2.64%	18.70%	-40.56%
国联证券	0.94	-	-	0.23	-0.24	0.00%	0.00%	109.35%	-25.87%
中天国富	0.91	0.03	0.28	0.97	-1.32	9.68%	30.59%	106.29%	-144.59%
华安证券	0.90	0.10	0.33	0.17	-0.58	26.11%	52.47%	25.94%	-64.07%
五矿证券	0.82	-	-	2.57	-1.25	0.00%	0.00%	314.87%	-153.25%
长城证券	0.74	-	-	0.15	-0.18	0.00%	0.00%	55.36%	-24.23%
英大证券	0.72	-0.03	0.25	0.51	-0.30	-4.96%	48.93%	71.38%	-42.30%
山西证券	0.63	0.21	0.09	0.57	-0.18	33.66%	14.21%	90.37%	-29.10%
天风证券	0.59	0.30	-0.02	-0.17	-0.17	81.10%	-3.43%	-28.07%	-28.07%
华兴证券	0.58	0.87	0.91	0.81	-0.56	217.89%	226.69%	140.92%	-97.77%
华创证券	0.43	-	0.08	0.51	-0.48	0.00%	35.73%	118.78%	-111.03%
首创证券	0.42	-	0.10	-0.06	-0.09	0.00%	22.70%	-13.19%	-21.42%
华林证券	0.40	-	0.93	0.31	-0.90	0.00%	233.92%	77.18%	-225.57%
德邦证券	0.34	-	0.48	0.39	-0.24	0.00%	140.72%	113.24%	-70.30%
国海证券	0.33	-	-	1.13	0.33	0.00%	0.00%	346.79%	101.49%
中山证券	0.29	-	0.28	1.28	-0.53	0.00%	95.26%	439.65%	-182.12%
信达证券	0.29	-	0.70	2.08	1.44	0.00%	243.34%	724.64%	500.47%
红塔证券	0.25	-	-	0.58	0.02	0.00%	0.00%	230.58%	7.34%
平安证券	0.19	-	0.07	-0.06	-0.03	0.00%	34.15%	-31.87%	-15.55%
中银证券	0.17	-	-	0.37	-0.16	0.00%	0.00%	220.31%	-98.37%
总计	258.68	26.14	123.16	121.54	-78.90	82.49%	110.43%	65.97%	-30.50%

数据来源: wind, 东方证券研究所 注: 收益率为测算结果, 分母为截至当年底所有跟投项目初始投入资金总额合计, 假设所有跟投暂未卖出, 2022 年截至 10/28

图 8: 2019-2022 年券商跟投浮盈浮亏与总累计收益率



数据来源: wind, 东方证券研究所 注: 2022 年截至 10/28

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申明。

2.1.2. 注册制先后席卷“双创”、北交所，主板改革呼之欲出，龙头或仍是最大赢家

主板注册制改革已蓄势待发。此前，我国引入注册制改革分三阶段逐步推进：2019年在设立科创板时试点注册制，推动市场增量改革；2020年创业板试点注册制，推动市场从增量改革走向存量改革；2021年新设北交所并试点注册制，在场外市场、场内市场的相互衔接转化中引入注册制。今年在多方面均频繁提到全面注册制与主板注册制改革，可见改革已经势在必行。

表 6：全面注册制落地信号梳理

时间	主体	全面注册制落地信号内容
2021.12.10	中央经济工作会议	中央经济工作会议提到“要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。”
2022.1.6	易会满	证监会主席易会满表示“注册制试点已经达到了预期目标，全面实行注册制的条件已逐步具备。证监会正抓紧制定全市场注册制改革方案，确保这项重大改革平稳落地。”
2022.1.17	证监会	证监会 2022 年系统工作会议提出“全面注册制”条件逐渐具备
2022.1.28	证监会	证监会制定 2022 年度立法工作计划，要求落实中央经济工作会议关于全面实行股票发行注册制的决策部署
2022.2.18	证监会	证监会在两会代表委员建议提案的回复中提到“深入总结试点经验,积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件”
2022.3.5	李克强	李克强在《2022 政府工作报告》的 2022 年政府工作任务中提及“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。”
2022.4.9	易会满	易会满在中国上市公司协会第三届会员代表大会表示证监会将扎实推进全面实行股票发行注册制改革平稳落地
2022.5.31	上交所	上交所“十四五”发展规划提及“坚持注册制改革‘三原则’，稳步推进全市场注册制改革”
2022.6.25	国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所	国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所联合召开全面注册制改革研讨会，邀请有关专家学者和市场机构负责人共同总结前期股票发行注册制改革试点经验，为即将到来的全面注册制改革建言献策。
2022.7.22	易会满	易会满在科创板企业座谈会上表示完善试点注册制安排，加快监管转型，扎实做好全面实行股票发行注册制的各项准备
2022.7.29	证监会	证监会强调扎实推进股票发行注册制改革
2022.8.1	易会满	易会满在《求是》上发文表示以“绣花”功夫做好规则、业务和技术等各项准备，确保全面注册制重大改革平稳落地。
2022.10.25	深交所	持续推进改革攻坚认真做好全面实行股票发行注册制各项准备
2022.10.29	中国人民银行	人民银行行长易纲受国务院委托向全国人大常委会报告金融工作情况，公布《国务院关于金融工作情况的报告》，报告表示，坚持“建制度、不干预、零容忍”方针，加强资本市场基础制度建设，适时全面实行股票发行注册制，进一步提高上市公司质量，壮大各类中长期投资力量，强化投资者保护。

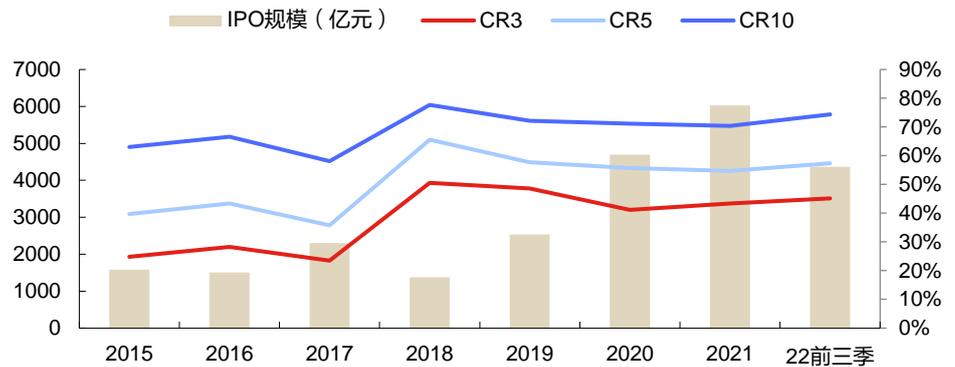
数据来源：证监会，人民银行，东方证券研究所

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 IPO 规模出现了明显的起伏波动，但是 IPO 承销集中度却持续上行，CR3 由 2015 年的 24.8% 提升至 2022 年前三季度的 45.19%，CR5 由 2015 年

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

的 39.7% 提升至 2022 年前三季度的 57.4%，CR10 由 2015 年的 63.0% 提升至 2022 年前三季度的 74.3%。而即将到来的主板 IPO 由于其体量大集中度高的性质，会更青睐头部投行。全面注册制下马太效应加剧，龙头优势明显，加速券商投行业务集中度的提升。

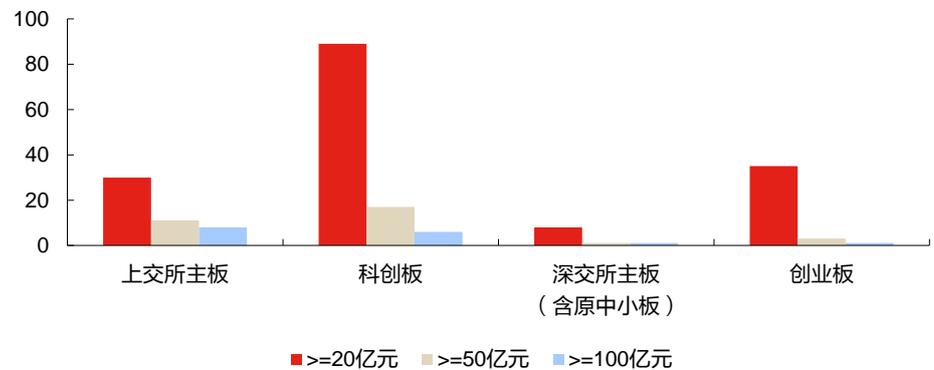
图 9：2015-2022 年前三季度券商投行股权承销规模（IPO、增发与配股）与集中度



数据来源：wind，东方证券研究所

主板改革利好龙头，投行服务更加集中。2019 年 7 月至今，上交所主板、科创板、深交所主板、创业板的平均募资额为 18.93、15.18、8.07、8.67 亿元，上市家数分别为 260、483、149、483 家。由于深交所主板包含原中小板的数据，所以上交所主板的数据更有说服力。上交主板募集资金超过 20、50、100 亿的公司数为 30、11、8 家，占比为 11.54%、4.23%、3.08%；科创板募集资金超过 20、50、100 亿的公司数为 89、17、6 家，占比为 18.43%、3.52%、1.24%。上交主板在四年间 IPO 发行数目为 260 家，科创板在四年间 IPO 发行数目为 483 家，相对而言，主板募集项目数量少金额多，是大公司发行的主要战场，有利于项目发行向头部券商集中。随着 A 股全面注册制改革的持续深入，龙头券商有望不断巩固与提升其优势地位。

图 10：2019 年 7 月至今各板块募资金额对应数量情况

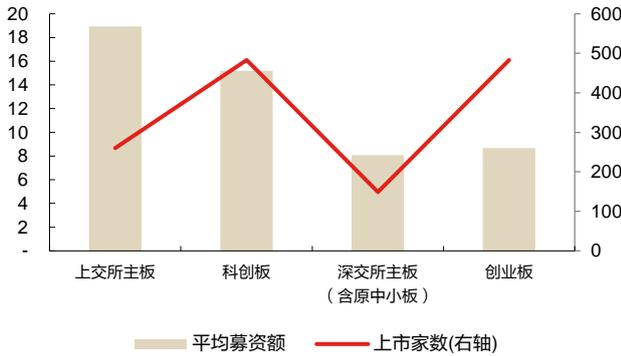


数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 2022/10/28

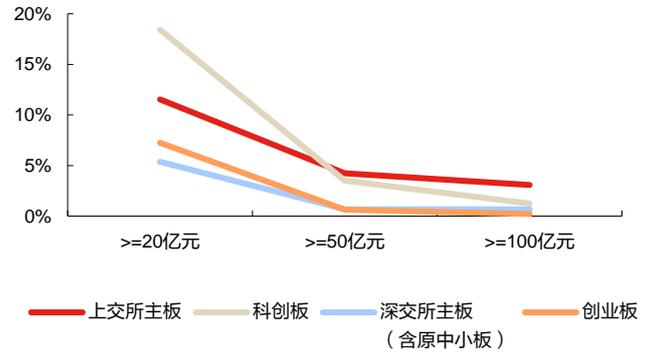
图 11：2019 年 7 月至今各上市板块募资金额（亿元）与上市数

图 12：2019 年 7 月至今各上市板块募资金额分布结构对比

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申明。



数据来源: wind, 东方证券研究所 注:截至 2022/10/28



数据来源: wind, 东方证券研究所 注:截至 2022/10/28

2.2. 2023 年继续关注做市及衍生品业务领域的创新力量

2.2.1. 做市：科创板做市开启或为 A 股做市业务中长期发展提供示范效应

万众瞩目下，科创板做市终于来临。科创板做市商制度可以说是从设立科创板时就已经开始构思的政策，在经过四年打磨与北交所做市商制度的尝试后，科创板终于于 2022 年 10 月 31 日迎来了做市商制度的启动，当前科创板流动性存在明显分层，引入做市商机制有助于进一步提升科创板股票流动性、增强市场韧性，促进科创板的长远健康发展。

表 7：科创板做市商制度发展历程

时间	部门/会议	内容
2019/1/23	中央全面深化改革委员会第六次会议	发布的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》提出，“在竞价交易基础上，条件成熟时引入做市商制度”。
2019/3/1	上交所	《上海证券交易所科创板股票特别规定》提出，科创板条件成熟时引入做市商机制
2020/6/18	陆家嘴论坛	证监会主席易会满表态“推进科创板股票纳入沪股通标的、引入做市商制度”。
2021/7/16	中共中央，国务院	《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》以正式最高级文件提出要在科创板实施做市商制度。
2022/1/7	证监会	在科创板试点做市商制度公开征求意见。
2022/5/13	证监会	发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》。
2022/5/13	上交所	起草了《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则（征求意见稿）》和《上海证券交易所证券交易业务指南第 X 号——科创板股票做市（征求意见稿）》并公开征求意见。
2022/7/15	上交所	上交所发布《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》及业务指南，做市商制度加速落地。
2022/9/16	证监会	科创板首批做市商获证监会核准批复，包括申万宏源、华泰证券、银河证券、中信建投、东方证券、财通证券、国信证券、国金证券等 8 家券商。
2022/10/13	证监会	证监会批复第二批券商科创板做市商资格，增加了中信证券、国泰君安、招商证券、兴业证券、东吴证券、浙商证券等 6 家券商。
2022/10/28	上交所、中证金融和中国结算	联合发布《科创板做市借券业务细则》为即将启动的做市业务提供平稳对接，以支持做市流动性。
2022/10/31	上交所	做市商机制在科创板正式启动。

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。

数据来源：上交所，证监会，东方证券研究所

科创板做市业务落地，券商机构业务进一步扩容。做市商制度在银行间市场、新三板、股票期权、商品期权、北交所等市场之后迎来了新成员，之前的做市商制度落地对象都不属于 A 股的范畴，科创板是 A 股第一个启用做市商制度的上市板，也标志着 A 股做市业务的大幕正式拉开。科创板从原先单一的市场竞价交易机制，过渡为做市商和竞价并轨的混合交易机制，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，不断扩大做市商的范围有利于增加业务的体量，增厚国内券商的利润。

表 8：科创板首批做市交易券商与股票

做市券商	标的股票	做市券商	标的股票
中信证券	凯赛生物	招商证券	睿创微纳
	睿创微纳		奥普特
	天合光能		科前生物
	中控技术		药康生物
	中微公司		珠海冠宇
华泰证券	华熙生物	东吴证券	纳微科技
	诺唯赞		瑞可达
	世华科技		明志科技
	威高骨科		金宏气体
	天合光能		福立旺
中信建投	晶科能源	浙商证券	杭可科技
	派能科技		金盘科技
	西部超导		天合光能
国泰君安	晶晨股份	国信证券	格科微
	赛微微电		禾信仪器
	普源精电-U		申联生物
	博拓生物	兴业证券	厦钨新能
	海尔生物		时代电气
中国银河	中无人机	申万宏源	中控技术
	时代电气		金山办公
	财富趋势		中控技术
国金证券	开普云	东方证券	天能股份
	特宝生物		中国通号
	中国通号	财通证券	天奈科技
	中芯国际		西部超导

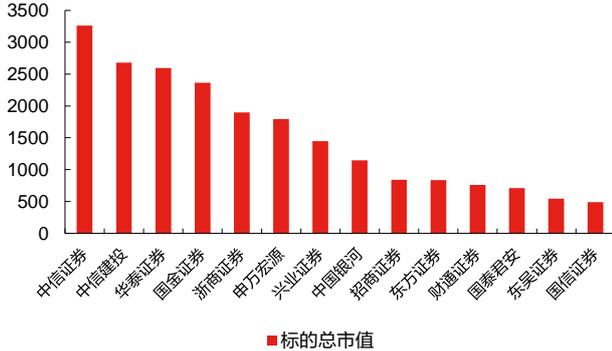
数据来源：上交所，东方证券研究所

科创板做市利好头部，助力机构业务发展。科创板做市交易业务涉及 14 家做市商、42 家科创板股票。合计剔除重复后为 42 只提供股票做市服务，其中科创 50 指数成份股 22 只，其中 2 只股票有 3 家做市商，4 只股票有 2 家做市商，其他 36 只股票有 1 家做市商。东吴、国君、华泰、

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申明。

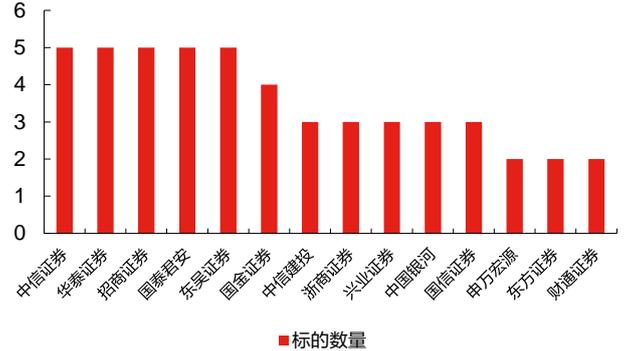
招商、中信 5 家做市商提供做市服务股票最多，为 5 家；中信做市标的的合计市值最高，为 3260.32 亿元，建投、华泰次之，分别为 2679.20、2595.16 亿元，头部券商资本实力雄厚，更有能力承担高市值股票的做市服务。做市商制度引入科创板后有望向全 A 股市场移植，届时将为券商的做市业务发展奠定重要的市场与制度基础。

图 13：各券商科创板做市标的总市值（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 14：各券商科创板做市标的的数量



数据来源：wind，东方证券研究所

2.2.2. 场内衍生品：指数/ETF 期权持续扩容，深交所股票期权持续期待

场内做市业务集中，龙头券商占据优势。所有的场内期权做市商业务中都包含了华泰证券、中信证券、中信建投证券、招商证券等 12 家规模较大的头部券商，或是头部券商的资本管理公司参与其中，由于业务专业性高，资金量需求大，一般券商根本无力参与这类重资产业务，而且我国场内期权做市商制度采取末位淘汰制，更利于头部券商在客户、资产规模、人才、业务协同等方面发挥优势。

表 9：场内期权业务交易商名单

场内期权	公司名称			
全期权做市商	华泰证券	中信证券	招商证券	中信建投证券
	光大证券	海通证券	国信证券	申万宏源证券
	广发证券	东方证券	中泰证券	国泰君安证券
创业板 ETF 期权	西部证券		中信中证资本管理	
上证 50ETF 期权	上海海通资源管理		中信中证资本管理	
中证 500ETF 期权（沪）	上海海通资源管理		中信中证资本管理	
沪深 300ETF 期权（中金）	浙江浙期实业	银河德睿资本管理	中粮祈德丰投资服务	浙江南华资本管理
沪深 300ETF 期权（沪，深）	中信中证资本管理			
中证 500ETF 期权（深）	中信中证资本管理			

数据来源：上交所，深交所，上海中期期货股份有限公司，东方证券研究所

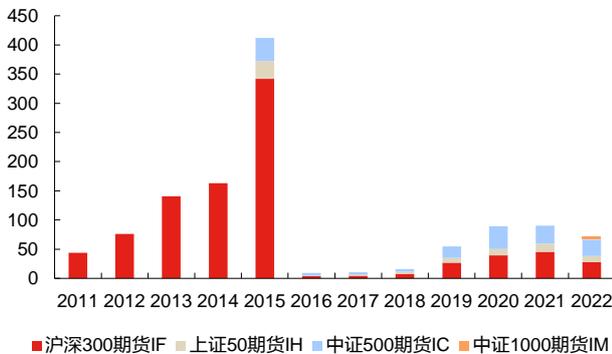
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 10：我国场内金融衍生品上市种类汇总（截至 2022 年 5 月）

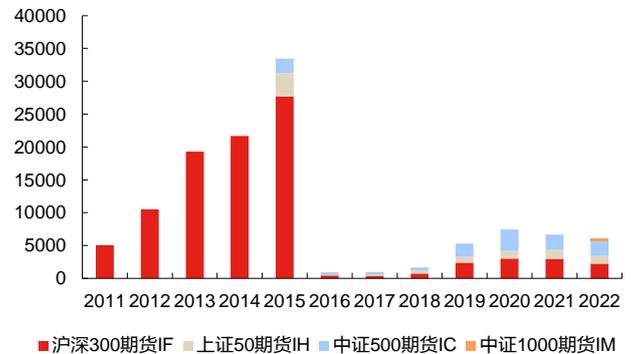
金融期货品种				
10 年期国债	5 年期国债	2 年期国债	中证 500	中证 1000
沪深 300	上证 50			
场内金融期权品种				
创业板 ETF	上证 50ETF	沪深 300 指数	中证 1000	沪深 300(中金)
中证 500ETF (沪)	沪深 300ETF(沪)	沪深 300ETF(深)	中证 500ETF (深)	

数据来源：上交所，中金所，东方证券研究所

股指期货迎来扩容，有望激活市场。2022 年 7 月 22 日，中证 1000 股指期货相关合约在中国金融期货交易所挂牌上市，是继沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货、中证 500 股指期货之后上市的第四个股指期货品种。中证 1000 指数由市值排名在沪深 300 指数、中证 500 指数成份股之后，在 A 股中市值相对靠前且流动性较好的 1000 只股票组成，是综合反映 A 股市场较小市值公司股票价格表现的宽基跨市场指数，与沪深 300 和中证 500 等指数形成互补。截至 2022 年 10 月，IF、IC、IH、IM 指数期货累计成交量分别达 2,228 万手、1,233 万手、2,256 万手、372 万手，IF、IC、IH、IM 合约总持仓量达 78.62 万手，处于历史最高水平。

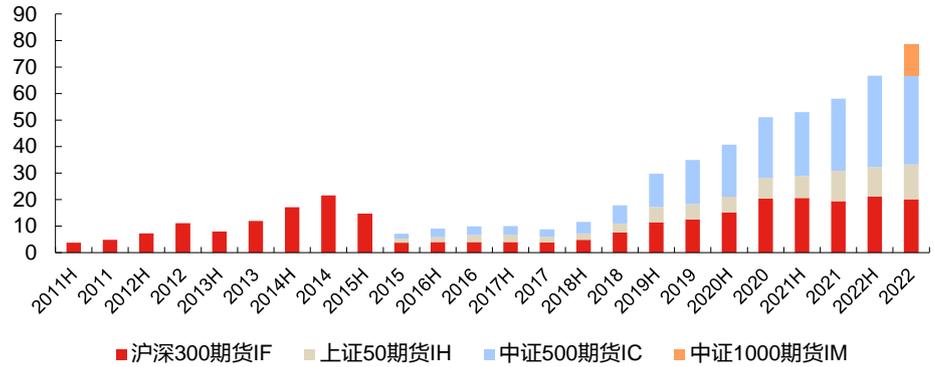
图 15：2011-2022/(1-10)股指期货成交额（万亿元）


数据来源：wind，东方证券研究所 注：2022 年截至 10 月

图 16：2011-2022/(1-10)股指期货成交量（万手）


数据来源：wind，东方证券研究所 注：2022 年截至 10 月

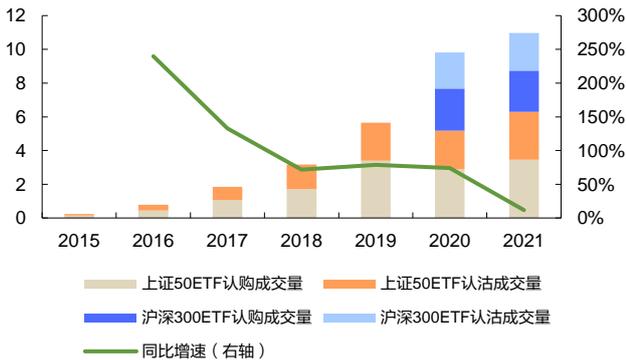
图 17：2011-2022/10 股指期货持仓量（万手）



数据来源: wind, 东方证券研究所

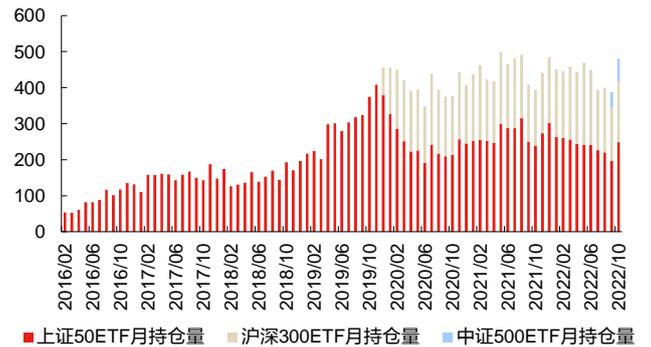
场内期权是我国场内衍生品的重要拓展品种。期权作为金融衍生品市场的重要组成部分，具备对冲风险、套期保值、投机等多重属性与功能，同时作为一种有效的做空机制，期权对基础证券市场起到很好的补充作用，有利于证券市场发挥价值发现功能。自2015年2月9日上证50ETF期权上市以来，ETF期权合约累计成交量由2015年的0.23亿张提升至2019年的5.65亿张；在2019年12月23日沪深300ETF期权上市后，累计成交量在2021年达到了10.97亿张，相比2019年增幅94.15%。2021年上证50ETF期权与沪深300ETF期权成交量分别为6.29、4.68亿张，两者已经旗鼓相当。2022年9月，在新产品中证500ETF期权的驱动下，上交所ETF期权持仓量由2016年2月的53.3万张增长至2022年10月的480.5万张，2021年日均持仓500.4万张。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54.24万，显示当前我国股票期权市场仍处于高速发展初期阶段。

图 18: 2015-2021 年上交所期权成交量(亿张)及增速



数据来源: 上海证券交易所股票期权市场发展报告(2021), 东方证券研究所

图 19: 2016/02-2022/10 上交所期权持仓量(万张)

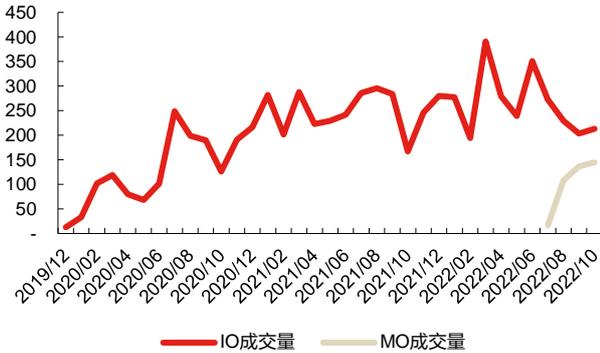


数据来源: 上交所, 东方证券研究所

中证1000股指期权在中金所上市，期权市场进一步扩容。沪深300股指期权22年10月成交量为213.40万张，中证1000股指期权22年10月成交量为144.75万张，相比7月刚上市时增长769.05%。沪深300股指期权22年10月持仓量为18.11万张，中证1000股指期权22年10月持仓量为6.88万张，相比7月刚上市时增长188.35%。虽然中证1000股指期权相较中证

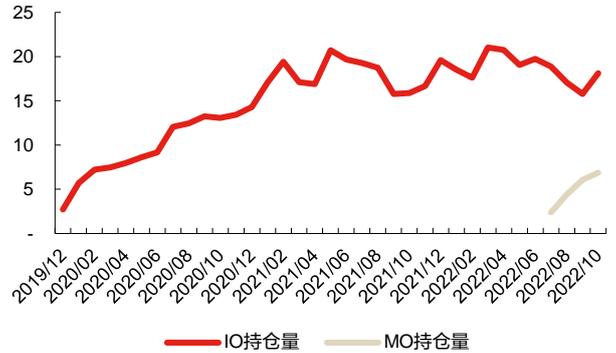
1000 股指期货在成交量与持仓量上仍有差距，但其增幅非常快，有望在明年快速增长。22 年 9 月，深交所上市创业板 ETF 期权、中证 500ETF 期权，明年的股指期权市场值得期待。

图 20: 19-22 年 IO 与 MO 月成交量 (万张)



数据来源: wind, 东方证券研究所

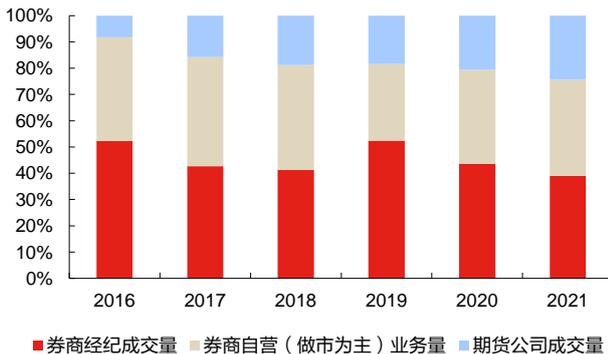
图 21: 19-22 年 IO 与 MO 月持仓量 (万张)



数据来源: wind, 东方证券研究所

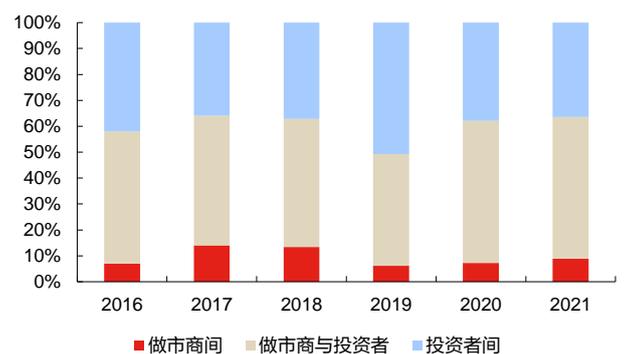
券商把持场内期权主导地位，扮演重要做市商角色。自上证 50ETF 期权推出以来，券商一直占据主导地位。至 2021 年末，券商占据场内股票期权成交量的市场份额高达 75.6%，其中经纪成交量 39.1%，自营成交量 36.6%（主要为做市成交量）。从成交类型来看，2021 年做市商间、做市商与投资者间、投资者间的成交量占比分别为 8.9%、54.7%、36.4%，显示出做市商对于场内股票期权市场的重要流动性供给作用。

图 22: 2016-2021 场内股票期权成交量构成(按业务类型)



数据来源: 上海证券交易所股票期权市场发展报告(2021), 东方证券研究所

图 23: 2016-2021 场内股票期权成交量结构(按交易方类型)



数据来源: 上海证券交易所股票期权市场发展报告(2021), 东方证券研究所

三只 ETF 期权新品种上市，有效提升证券市场运行效率。经证监会批准，深交所创业板 ETF 期权、中证 500ETF 期权（期权标的为嘉实中证 500ETF、易方达创业板 ETF）和上交所中证 500ETF 期权（期权标的为南方中证 500ETF）于 2022 年 9 月 19 日上市，中金所也上市中证 1000 股指期货和期权交易，这是我国场内期权市场再次迎来扩容。22 年 10 月上交所中证 500ETF 期权月持仓量已达 63.2 万张，期待明年期权产品的规模和市场活跃度进一步提升。

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申明。

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。

2.2.3. 场外衍生品：轻装上阵再启航

场外期权是当前我国最主要的场外衍生品品种，其交易牌照是关键。衍生品业务需要券商具备牌照和风控能力，而头部券商依托其较强的综合能力，拥有全牌照运营资格，具有先天优势。2020 年 9 月份，中证协《证券公司场外期权业务管理办法》指出，最近一年分类评级在 A 类 A 级以上或 B 类 BBB 级以上，持续规范经营且专业人员、技术系统、风险管理等符合对应条件的证券公司，可以成为二级交易商；展业一年情况良好、未有重大风险事件的，可向证监会申请成为一级交易商。此后，交易商名单不断扩容，但一级交易商仍颇为难得，仅申万宏源在 2021 年初“升级”成一级交易商。与二级交易商相比，一级交易商可以直接开展对冲交易，而二级交易商仅能与一级交易商开展对冲交易，这使得头部券商面临着更多的交易对手，更好地平衡风险与对冲成本。截至 2022 年 11 月 2 日，场外期权一级交易商仅有 8 家，均为头部券商，已经近 2 年没有新增一级交易商，可谓是牌照难求。

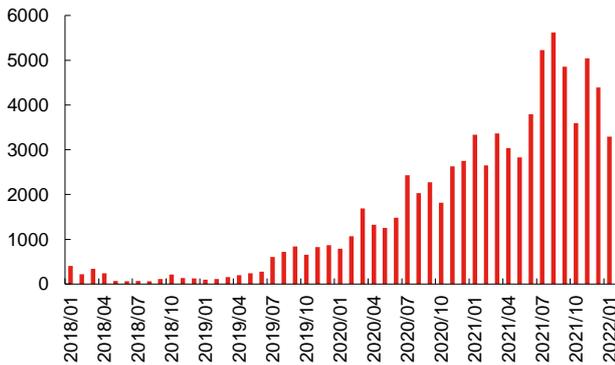
表 11：场外期权一二交易商名单（截至 2022 年 10 月）

交易等级	公司名称			
一级交易商	广发证券	招商证券	华泰证券	中信建投
	国泰君安	中金公司	申万宏源	中信证券
二级交易商（正常）	安信证券	东方财富	东兴证券	国元证券
	北京高华	东方证券	方正证券	海通证券
	长城证券	东莞证券	光大证券	华宝证券
	长江证券	东海证券	国金证券	华创证券
	财通证券	东吴证券	国联证券	华鑫证券
	南京证券	西部证券	国信证券	开源证券
	平安证券	湘财证券	银河证券	中泰证券
	瑞银证券	兴业证券	浙商证券	中银国际
二级交易商（已进入过渡期）	华安证券	西南证券	山西证券	天风证券
	华西证券			

数据来源：证监会，东方证券研究所

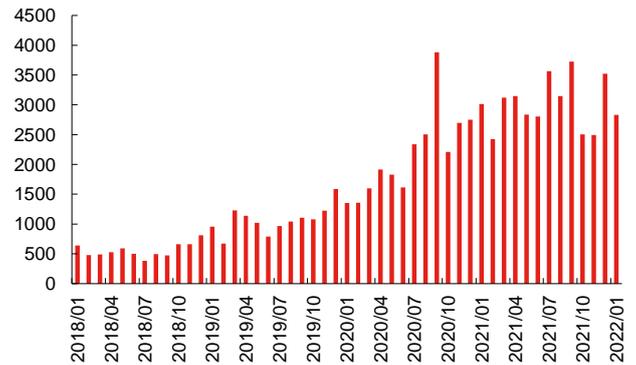
监管趋严导致国内场外衍生品市场增速放缓，整顿后有望重新回到发展轨道。 1) 2021年12月，中证协发布《证券公司收益互换业务管理办法》，对券商收益互换业务的保证金管理做出了更为严格的监管要求。《办法》明确，挂钩标的为股票、窄基股票指数及其产品、信用债的，券商向单一交易对手方收取的保证金比例不得低于合约名义本金的100%；四种情形下，保证金比例应在覆盖交易或衍生品风险敞口的同时，不低于多头或空头名义本金孰高的25%。监管趋严带来了增速放缓，而头部券商自身风控更为严格，监管严格不影响其业务进行，对头部是变相利好。2) 2021年场外收益互换合约新增名义本金规模47727.35亿元，与2020年新增21551.07亿元相比，增速为121.46%；场外期权合约新增名义本金规模36310.66亿元，与2020年新增26045.99亿元相比，同比39.41%。截至2021年12月底，收益互换合约存续名义本金10260.67亿元，较去年同期5210.83亿元同比增加96.91%；场外期权合约存续名义本金9906.5亿元，较去年同期7569.7亿元同比增加30.87%，各项指标增速都有所放缓，就整体而言，在这一轮监管整顿结束后，场外衍生品有望重新回到快速发展的轨道。

图 24：2018/01-2022/01 新增收益互换名义本金（亿元）



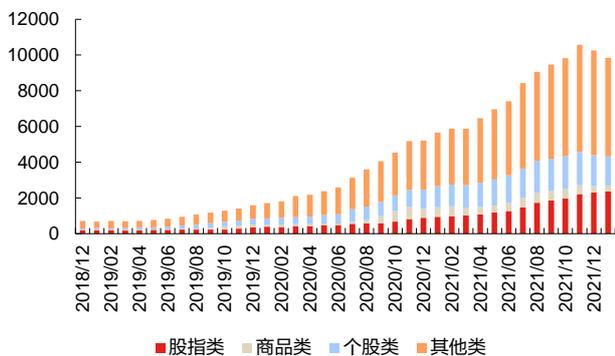
数据来源：wind，东方证券研究所

图 25：2018/01-2022/01 新增场外期权名义本金（亿元）



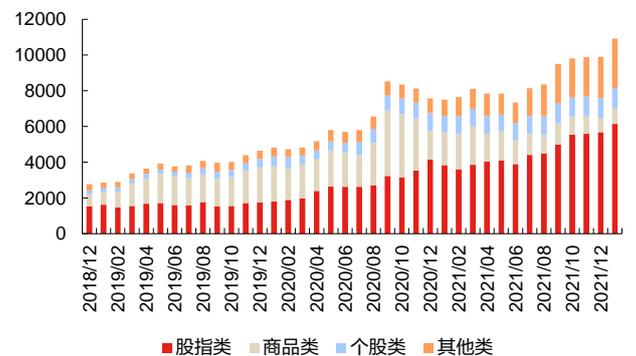
数据来源：wind，东方证券研究所

图 26：2018/12-2022/01 存续收益互换名义本金（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 27：2018/12-2022/01 存续场外期权名义本金（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

2.3. 机构业务舞台群雄逐鹿，龙头“守正”是王道

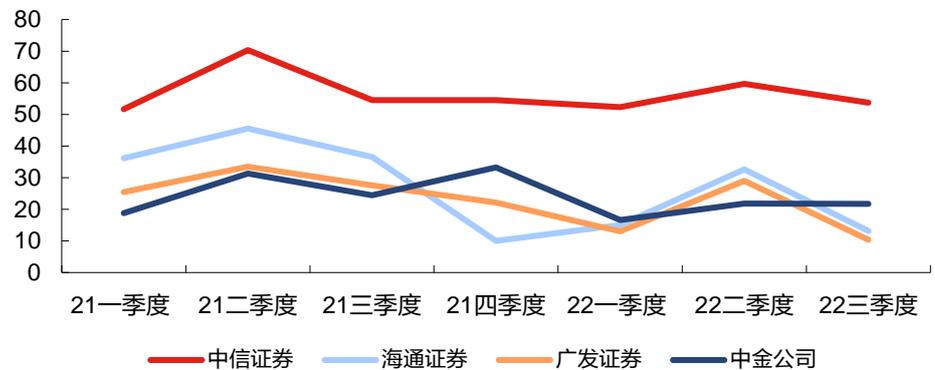
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

机构业务蕴含创新，是券商未来重要的利润来源。当前中国券商正处于通道业务向交易业务转型、重资产业务化转型的过程中，机构业务在这一转变中起到核心影响，券商通过开发各类创新工具、满足机构投资者需求是发展成为“航母级券商”的必经之路。不是所有的机构业务都能成为券商发展的引擎，只有其中的创新类业务有快速增长的潜力。

见微知著，从衍生品与做市商业业务看机构业务的情况。衍生品与做市商业业务是机构业务中创新力度大的业务方向，我们以这两个业务为引，进一步观察未来机构业务的发展。科创板做市商制度实施后，有望将做市商制度正式引入 A 股其余板块进一步扩大市场，同时国内衍生品巨大的发展空间也预示衍生品交易业务会继续增长，因此可见机构业务仍具有很大开发价值。

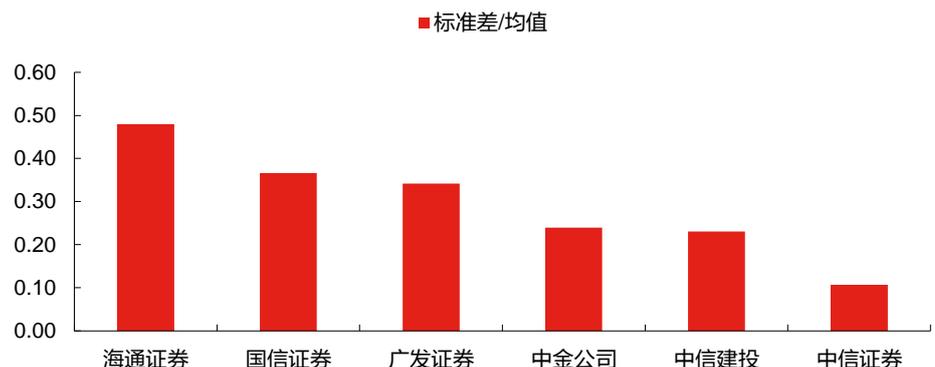
机构业务创新集中，衍生品交易有助于平滑利润，对冲风险。近年来，我国券商在经纪业务与财富管理业务上分别受到了互联网券商和海外券商的冲击，C 端业务受到影响。相比于经纪业务，做市商业业务更加强调券商的询价定价能力，受系统性风险影响较小，为券商带来的收益也相对稳定。衍生品交易可以对冲风险，在行情差时依旧可以获利，平滑利润波动。中信证券、中信建投、中金公司等头部券商得益于衍生品业务等去方向性业务方面的优势，在净利润波动表现上明显优于其它可比公司。我们以标准差/均值来衡量波动变化情况，中信证券、中信建投、中金公司分别为 0.11、0.23、0.24，而相比之下海通证券、国信证券、广发证券分别为 0.48、0.37、0.34。

图 28：21Q1-22Q3 头部券商单季度净利润（亿元）表现



数据来源：wind，东方证券研究所

图 29：21Q1-22Q3 头部券商季度利润波动表现



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申明。

数据来源：wind，东方证券研究所

三大优势助力龙头参与机构业务，持续看好龙头券商。机构业务是一个高门槛的业务。1) 头部券商拥有一只具有强大的投研实力、定价能力、风险管理等专业素质的人才团队，能在机构业务这种人才竞争为主的业务中取得更大的优势。2) 头部券商在资本实力具备明显优势。机构业务大多为重资产业务，需要自有资金量大，小券商没有“入局”资本。3) 当前我国机构业务都采用牌照式管理，场外衍生品交易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），目前也只有 14 家券商获得科创板做市商资格，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。

3. 白热化“内卷”叠加行业强马太效应，“出奇”或是中小券商的唯一出路

3.1. 东财“珠玉在前”，中小券商弄潮 Fintech 期待弯道超车

东方财富作为行业最早搅局者，珠玉在前。东方财富在 2015 年全资收购西藏同信证券成为了国内第一家互联网券商后，从证券市场的旁观者一跃成为了参与者，开启了急速狂飙的发展速度，鲑鱼效益使得券商经纪业务与基金代销业务的商业模式发生巨大改变，通过自有垂直流量平台东方财富网、股吧、天天基金网将其多年累积庞大的财经用户、基金投资者转化成为交易用户，实现低成本获客，通过“内容-交流-交易”的商业闭环进一步沉淀客户群，股吧提升了用户粘性，使得平台单客户价值进一步增加。平台使用者转化带动了经纪业务规模的增长。2021 年，东方财富的经纪业务市场份额为 3.78%，基金代销市份额为 2.23%，短短几年将经纪和两融业务份额从行业 70 名开外做到了前 15 名。有了东方财富这条“鲑鱼”的示范效应，传统券商和第三方平台软件公司开始寻求创新与突破，希望借助互联网金融科技的力量在行业实现弯道超车。

图 30：东方财富股基成交额（万亿元）与经纪业务市占率



数据来源：wind，东方证券研究所

图 31：东方财富基金销售额（亿元）与基金代销业务市占率



数据来源：wind，东方证券研究所

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申明。

3.1.1. 网信证券：被指南针收购，蜕变为 A 股第二家互联网券商

网信证券涅槃重生，结缘指南针，成为第二家互联网券商。2018 年，网信证券开始亏损，2019 年 5 月，被辽宁证监局接管，2019 年至 2021 年，网信证券证监会评级被下调至 D 级，排名行业垫底。最终连亏三年，因资不抵债，于 2021 年 7 月向证监会提出破产重组。在我国想要获得证券市场的参与资格必须要相关牌照，而网信证券是一家全牌照券商，因此重组消息一出，吸引了好买财富、指南针、瑞达期货、麟龙股份等四家公司前来竞购。最终，指南针以 15 亿元将网信证券 100% 股权收入囊中，成为网信证券单一全资重组人。

我国对于券商收购的条件相当严苛。想要成为一家上市券商的大股东，其实有着很高的门槛，《证券公司股权管理规定》对证券公司第一大股东、控股股东应当符合的条件作出了规定，第九条规定“开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配”、“入股证券公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展”，第十条规定证券公司从事的业务具有显著杠杆性质，且多项业务之间存在交叉风险的，控股股东应当符合“总资产不低于 500 亿元人民币，净资产不低于 200 亿元人民币”，要同时满足这些条件的公司并不多，而第十条规定了例外“证券公司合并或者因重大风险被接管托管等中国证监会认可的特殊情形不适用本条规定”，因重大风险被接管托管等中国证监会认可的特殊情形并不多见。一般情况下，大都是国有资本能够有实力收购券商，但是网信证券刚好满足了因重大风险被接管托管的条件，也就给指南针作为一家体量较小的民营企业，满足《证券公司股权管理规定》取得网信证券牌照的机会。

图 32：网信证券发展历程



数据来源：证监会，东方证券研究所

表 12：《证券公司股权管理规定》对证券公司第一大股东、控股股东的要求

《股权管理规定》第九条	证券公司的第一大股东、控股股东，应当符合下列条件：
	（一）本规定第八条规定的条件；
	（二）开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配；
	（三）入股证券公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展；
	（四）对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排；

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申明。

《股权管理规定》第十条	(五) 对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，有明确的自我约束机制；
	(六) 对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况，制定合理有效的风险处置预案。
	证券公司从事的业务具有显著杠杆性质，且多项业务之间存在交叉风险的，其第一大股东、控股股东还应当符合下列条件：
	(一) 最近 3 年持续盈利，不存在未弥补亏损；
	(二) 最近 3 年长期信用均保持在高水平，最近 3 年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列。
	控股股东还应当符合下列条件：
	(一) 总资产不低于 500 亿元人民币，净资产不低于 200 亿元人民币； (二) 核心主业突出，主营业务最近 5 年持续盈利。
证券公司合并或者因重大风险被接管托管等中国证监会认可的特殊情形不适用本条规定。	

数据来源：证监会，东方证券研究所

网信证券牌照齐全，指南针控股后进一步搅动行业格局。网信证券原来只是一家平平无奇的尾部券商，现在与指南针的联合无疑会对行业格局展开第二次冲击与重构，指南针是一家金融科技企业，拥有丰富的流量获取经验，流量转化率高。控股后，网信会借助指南针积累的客户资源和流量入口优势获取客户资源，也会在互联网流量平台买量的方式来获客，但由于指南针在相关领域丰富的经验，已经实现了健康的投产比（ROI）和利润，以及单价优秀且健康的获客成本，每年有数百万级的获客体量，同时通过提供投资者教育陪伴客户，沉淀提炼目标客户，一方面助力指南针形成高净值、高周转率客户群体，使其金融信息业务稳健增长；另一方面为券商相关业务导流，进而开展经纪、两融乃至基金销售业务。这样的合作倒逼行业做出改变，益盟作为指南针的竞争对手开始和湘财证券进行合作就是最好的例子。

表 13：网信证券各单项业务资质情况

序号	业务资格	批准文号、资格证书号	批准机构	审核日期
1	经营经纪业务许可证	证监机构字[2003]163 号	中国证券监督管理委员会	2013/8/18
2	证券自营业务和证券投资咨询业务资格	证监许可（2009）299 号	中国证券监督管理委员会	2009/4/10
3	证券投资基金销售业务资格	证监许可（2013）143 号	中国证券监督管理委员会	2013/2/6
4	证券资产管理及证券承销业务资格	辽证监许可（2015）17 号	中国证监会辽宁监管局	2015/9/18
5	代销金融产品业务资格	辽证监许可（2016）5 号	中国证监会辽宁监管局	2016/4/14
6	保荐机构资格	证监许可（2016）847 号	中国证券监督管理委员会	2016/4/18
7	证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务资格	辽证监许可（2017）5 号	中国证监会辽宁监管局	2017/3/16
8	融资融券业务资格	证监许可（2018）1681 号	中国证券监督管理委员会	2018/10/23

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申明。

9	股票质押式回购业务	上证函（2015）2649号	上海证券交易所	2015/12/31
10		深证会（2015）425号	深圳证券交易所	2015/12/28
11	中小企业股份转让系统主办券商从事做市业务	股转系统函（2016）3746号	全国中小企业股份转让系统有限责任公司	2016/5/10
12	中小企业股份转让系统主办券商从事推荐业务	股转系统函（2016）6501号	全国中小企业股份转让系统有限责任公司	2016/8/15
13	中小企业股份转让系统主办券商从事经纪业务	股转系统函（2016）6998号	全国中小企业股份转让系统有限责任公司	2016/9/20
14	港股通业务交易资格	上证函（2014）598号	上海证券交易所	2014/10/10
15		深证会（2016）326号	深圳证券交易所	2016/11/3
16	代理证券质押业务	无	中国证券登记结算有限责任公司	2016/6/27
17	全国银行间同业拆借市场成员资格	无	全国银行间同业拆借中心	2018/1/31

数据来源：公司公告，东方证券研究所

脱胎换骨的“网信证券”已然已经成为以金融科技为驱动、财富管理为特色的国内第二家互联网券商。5月指南针发布定增预案，计划募资30亿元全部用于增资网信证券，提高资本实力，资金注入助力网信证券业务逐渐步入正轨。而且指南针APP已在交易栏目新增网信证券开户及交易入口，提高用户开户率和转化率，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，打通客户服务链条，推动业务融合。

3.1.2. 湘财股份：与益盟达成战略合作，期待股权方式提升 Fintech 力量融合

拥有互联网基因，湘财证券已在互联网证券深耕多年。湘财证券早在2014年，就与大智慧合作落地了互联网营业部，陆家嘴营业部。这是一家主要的客户来源都在线上的营业部，而且其线下地址就设立在大智慧公司办公。而后湘财证券陆续和益盟合作落地博全北路营业部，和万得落地普明路营业部，加深了以互联网促进业务发展的理解。在此期间，湘财证券差点与大智慧合并，先于东方财富成为第一家互联网券商，后因大智慧不符合监管要求失之交臂。2020年湘财股份上市后收购大智慧股权，成为其第二大股东。2022年8月14日，湘财股份、湘财证券与益盟股份签订战略合作协议，在平等合作、互惠互利、合法合规的前提下，进行全方位、全业务领域的深度合作，合作期长达10年。

表 14：湘财股份的互联网基因

时间	重大事件
2014年	大智慧与湘财证券打造互联网营业部，陆家嘴营业部一年内客户数近40万，交易量名列全国营业部前十。
2014年	大智慧发布公告称，拟与旗下全资子公司共同收购湘财证券100%股权。
2015年4月	与大智慧的重组方案曾经获得证监会并购重组委的有条件通过，但大智慧涉嫌信披违规，而被监管查处。而并购事项也因“市场变化”，2016年初取消。
2016年	湘财证券和益盟股份开展了互联网客户服务合作。

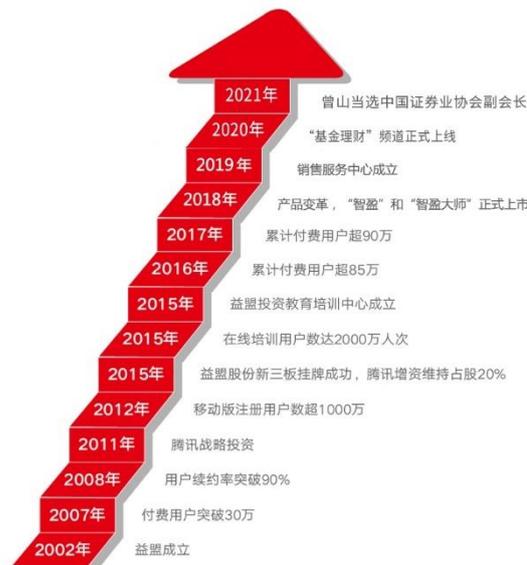
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2017年中	湘财证券与益盟合作设立互联网营业部，上海国权北路营业部。随着合作的深入，湘财证券在互联网客户服务、转化、资产配置和财富管理上所呈现的水平和能力逐渐得到了益盟股份上下的认可，为22年战略合作打下了基础。
2017年	湘财证券与万得合作设立互联网营业部，普明路营业部
2020年6月	湘财证券借道哈高科曲线上市，并更名为湘财股份。
2020年8月	湘财股份发布公告称，拟发行股份购买购买大智慧15%股份，并表示将与大智慧将在金融科技、经纪业务、财富管理业务三方面开展相关业务合作。
2021年1月	湘财股份成为大智慧的第二大股东。
2022年7月28日	湘财证券聘任副总裁周乐峰为公司总裁。周乐峰是成立上海陆家嘴营业部的负责人，带领团队从零出发，探索互联网营业部的运营模式。
2022年8月14日	湘财证券宣布与益盟股份签订10年战略合作协议

数据来源：券商中国，中国证券报，东方证券研究所

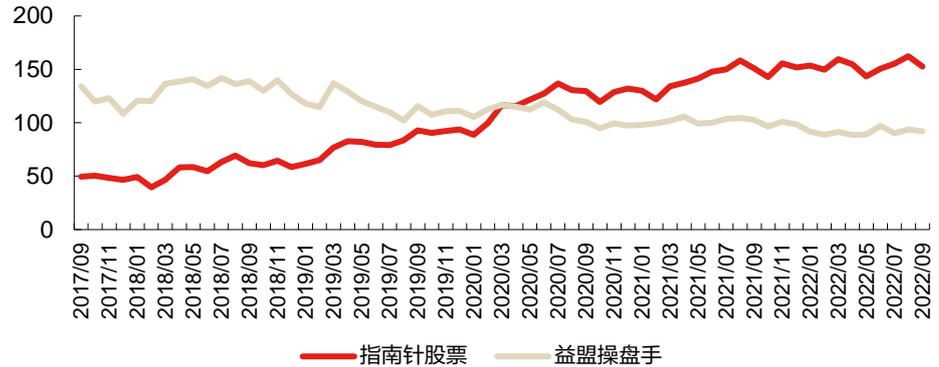
益盟是一家互联网、软件技术和证券金融复合型企业。公司从事主要业务是互联网金融信息及咨询服务，是一家从事软件研发与销售的科技公司。公司为证券投资者提供证券投资解决方案，给客户提供服务 and 投资者培训体系，为不同投资方式、不同投资习惯、不同风险偏好的证券投资者提供不同的证券投资辅助决策产品。指南针是益盟在细分赛道上的直接竞争对手，只不过两者对于投资者教育的侧重有所不同，指南针更偏向技术层面与相关数据指标的分析，益盟差异化发展，是基于基本面与技术分析相结合的方式给用户提供投资者咨询与教育服务。截至22年9月，益盟与指南针的月活人数分别是91.96与152.62万人，随着目前移动端平台的发展，指南针的月活于20年4月超过的益盟，未来益盟有望重新追赶。

图 33：益盟发展历程



数据来源：益盟官网，东方证券研究所

图 34：指南针股票与益盟平台月活人数（万）



数据来源：易观千帆，东方证券研究所

换帅彰显落地新发展思路，益盟合作层层推进。2022年7月，湘财证券聘任副总裁周乐峰为公司总裁，这位从业21年的券业老将，正是湘财证券陆家嘴营业部的筹建人和负责人。这些年来，他在行业内以互联网证券和金融科技业务为抓手，推进财富管理业务发展，已经形成了自己的行业风格，从此次合作就可见一斑。与益盟的合作是层层深入的，此次战略合作包括六项内容。分别是客户运营合作，互联网导流，承接益盟导流的客户；投资顾问业务合作，咨询方面的合作；财富管理业务合作；研究业务合作；信息技术服务合作，提高湘财证券的数字化程度；最后双方将可能达成股权合作。合作环环相扣，层层递进，逐渐深入，从外围导流，服务类业务，一步步到共同设立研究机构，最后实现股权合作，可见双方均对此充满期待。

表 15：湘财证券与益盟的合作内容

序号	合作方式	具体内容
1	互联网客户运营合作	将对各方核心客户优质资源进行合作服务，积极开展联合营销推广，利用益盟股份在软件、金融科技、大数据等方面的优势及各方证券业务经验、平台和核心竞争力，提升客户服务质量。
2	投资顾问业务合作	充分发挥益盟股份在投资者教育、投资顾问服务等方面的优势，以及湘财证券的营业网点与客户资源优势，共同在投顾业务与投资者教育方面进行深度合作，通过联合开发产品等形式实现投顾业务收入快速增长。
3	财富管理业务合作	在满足监管要求的前提下，各方将充分发挥自身互联网平台和证券金融业务的核心竞争力和优势，共同打造智能化资产配置平台，丰富各类产品线，提升零售端客户资产配置的产品匹配度，为客户提供专业的财富管理服务。通过打造互联网财富管理服务平台方式，提升湘财证券的资产配置服务能力和财富管理能力。在符合相关监管政策的前提下，积极探索基金投顾业务模式，推动基金投顾业务的发展。
4	研究业务合作	益盟股份将以自身投研优势为湘财证券的机构业务拓展赋能，推动湘财证券研究所业务的发展。通过研究力量与资源的整合，共同打造研究服务品牌，提升湘财证券研究业务水平，并在条件成熟时，择机共同出资设立证券研究机构。
5	信息技术服务合作	各方将共同组建数字化运营团队，依托成熟的 AI 和大数据智能分析系统，联合开发软件应用，完善各类营销工具，并利用金融科技能力提高各自的营销水平和客户服务能力。
6	股权合作	双方将在适当的时候以市场化的方式实现股权方面的合作。

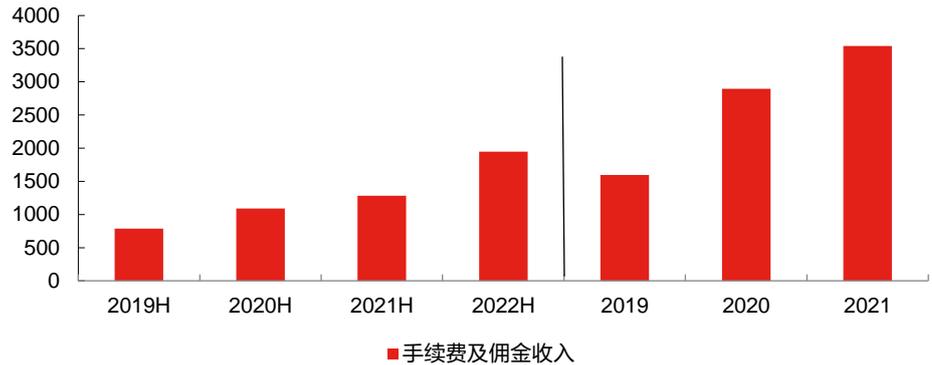
数据来源：券商中国，东方证券研究所

金融科技赋能财富管理，推动业务转型升级与模式重构。2021年，公司以“金融科技赋能财富管理”理念作为核心思路，深度应用人工智能、大数据等科技，打造集“产品销售、投资顾问、资产配置”为一体的财富管理平台，通过金融科技驱动实现财富管理升级，效果颇为明显。公司

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申明。

与益盟的第一个合作的项目是湘财 OEM 软件的联合开发，软件内部嵌入益盟股份的指标、算法及策略工具，用户可以免费下载软件体验，部分功能需付费购买。该业务属于投资咨询领域，双方的合作情况可以通过后续湘财证券的投资咨询收入表现来观测。21 年公司投资咨询业务手续费及佣金收入为 3540.4 万元，同比增加 22.2%，22 年中期该收入为 1948.2 万元，同比增加 51.9%。

图 35：投资咨询业务手续费及佣金收入（万元）



数据来源：湘财证券年报，东方证券研究所

田忌赛马，小众赛道是中小券商出奇制胜的法宝。中小券商和大券商未来的发展方向会完全不同。大券商集中精力于机构业务，如衍生品与做市商这类重资本业务；湘财证券避其锋芒，选择对头部券商不愿意花费精力、投入太多去发展的轻资本 C 端业务，此类业务耗费人力，落地复杂，对头部券商利润贡献小，故而给中小券商发展的机会，比如投资顾问业务（投资咨询服务）。像益盟这样的第三方机构，原本就深耕投资咨询领域，有明显的比较优势，合作能够更好的发挥双方的优势，发展投资咨询业务。

3.1.3. 华林证券：收购字节跳动旗下海豚 app，期待流量变现打开新空间

全面拥抱金融科技转型，华林证券积极把握市场机遇。华林证券是国内首批成立的证券公司之一，拥有证券业务全牌照，公司注册在西藏拉萨，管理总部位于深圳市。2021 年，华林证券正式确立了全新的战略目标：打造以客户为中心，以科技为驱动，以交易为基础，以敏捷为特色的新一代年轻化的科技金融公司，并启动了全方位的“线上数据化改造”。2021 年华林证券在科技化发展中投入 3.47 亿元，较 2020 年的 0.88 亿元增加 2.59 亿元，信息技术投入占营业收入比例达 25.17%，占比位列行业第一。

图 36：华林证券的发展历程与近期重要事件



数据来源：官网，东方证券研究所

抓住机会果断转型，大胆启用“跨界”人才。2021年6月，华林证券董事长林立以《给全体华林同学的一封信》正式拉开了华林证券科技转型的新篇章。各家券商对于科技的投入分两种模式，一种是“建内功”，从组织架构开始革新，自下而上地推动数字化转型；第二种则是向外发力，用科技的手段去营销获客。华林证券的选择是先建内功，在行业内推行了“部落制”改革。目前，华林证券的组织架构已形成三线管理模式，分别是：职能管控线，科技金融线以及传统业务线。在科技金融条线下，华林证券更是打造敏捷组织，打破了原有金融行业厚重的金字塔、树状式的组织架构，实现轻量化的运营和业务科技之间的高效协同。21年底，华林还启用了一位券商新人赵卫星来担任CEO，其之前的从业履历皆在互联网金融，可见其转型的决心。

买下海豚股票 App，拥抱互联网巨头。一定的客户基数是进行数字化的前提。想要得到更精准、细致的客户画像，需要先进的技术和海量详尽的客户数据支撑。收购海豚之前，华林已拥有将近200万的客群，但还远远不足以形成数字化的研究分析和精准的客户画像，海豚股票App的平台用户约1300万，22Q3海豚股票APP月活34.5万，一方面补充了用户画像数据，另一方面借助字节跳动强化了数据分析能力，助华林证券更好实现互联网化。为了保证良好的用户体验与新客户的引流和转化，华林与火山、巨量引擎深度合作，解决证券上云所需的计算、存储、网络、安全、研发、业务风险识别等技术难点，为拟在第四季度推出全新的海豚财富App提供长期支持。

图 37：华林财富与海豚股票月活人数（万）



数据来源：易观千帆，东方证券研究所

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申明。

海豚股票从行情软件升级为股票交易软件。海豚股票是一款提供金融信息和行情数据的智能化炒股软件，包含智能盯盘、高速行情、经营分析等功能，主要以付费课程、股票咨询等为盈利方式。由于此前一直未获得国内券商牌照，交易功能均需跳转到由券商提供的服务页面完成，未介入证券业务相关的任何环节，没有佣金分成，也不能直接开户和实盘交易。现在在被拥有证券牌照的华林证券完成收购后，海豚股票将从一款“股票行情”软件正式升级为一款“证券交易”软件，成为东方财富与同花顺的直接对手。同时，海豚股票还承担了体验式营销加大线上引流，实现现有平台和业务有机融合，推动批量用户从增长到成长的转化，实现财富管理业务流量变现的任务。

表 16：字节跳动参与券商业务历程

时间	事件
2015 年	字节跳动内部开始组建金融业务团队，做了一款模拟炒股产品叫做“纳镁股票”。
2017 年 4 月 11 日	成立北京文星在线科技有限公司，注册资本为 2000 万元。
2019 年 1 月	“纳镁股票”更名为海豚股票，包括金融资讯平台“海豚财富”，模拟炒股产品“海豚股票”等金融产品。
2019 年 8 月	获得证券投顾金融牌照。
2019 年底	字节跳动开始布局港股和美股相关业务，于香港注册松鼠证券并申请了香港证监会的相关牌照。
2021 年 3 月	收购了 1996 年成立的香港本土券商亚洲太平洋证券，并更名为恒星证券。
2020 年 4 月	海豚股票开放了一系列测试功能，主要是互联网券商开户和交易功能，而后被叫停。
2022 年 2 月	退出证券领域业务，已将旗下海豚股票 APP 及其运营主体文星在线出售给华林证券。
2022 年 5 月 1 日	华林证券版“海豚股票 App”正式焕新上线。
2022 年第四季度	预计对“海豚财富”推出全新社交版本，全面升级客户使用体验，打造财富 App 差异化特色。

数据来源：中国经济网，东方证券研究所

3.2. 方向明确+路线“出奇”，区域性券商争夺“出圈”良机

3.2.1. 国联证券：管理层前瞻且强势，期待打造中小“衍生品+泛财管”典范

优质管理层高瞻远瞩，持续注入发展活力。自 1995 年起担任中信证券总经理、并于 2002 年出任董事长的中信证券“灵魂人物”王东明于 2015 年 11 月卸任中信证券董事长，由国联证券聘为公司顾问。他的加盟不仅为国联带来高瞻远瞩的发展战略，同时带来潜在的监管资源与红利。2019 年初，时任中信证券 CFO 的葛小波先生率中信系高管团队加盟国联证券，推动了公司业绩回升与 A 股上市。2019 年 5 月，葛小波被聘任为国联证券总裁，2022 年 6 月被任命为董事长，两职合一意味着股东的高度信任和管理的高度统一，有利于战略实施和政策执行。当前管理层具备丰富经验、卓越能力与前瞻性战略思考，为公司的长期发展奠定良好基础。

表 17：国联证券高管情况

姓名	职位	年龄	背景介绍
----	----	----	------

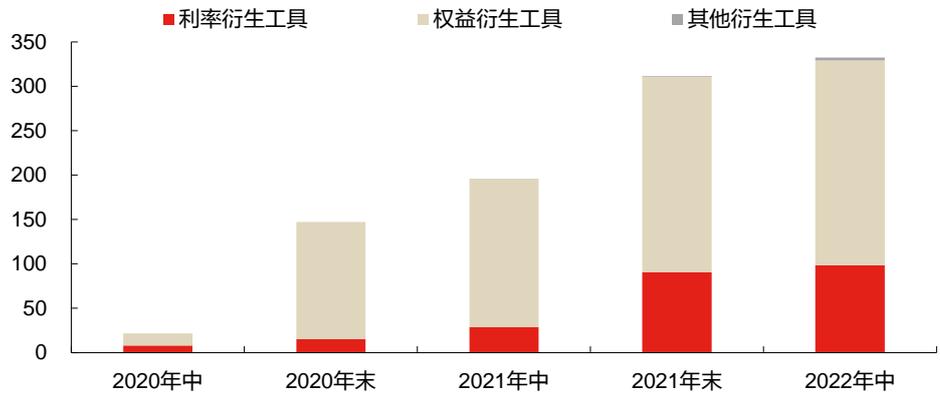
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

葛小波	董事长、总裁、财务负责人；兼任华英证券董事长，中海基金董事，国联证券（香港）董事	51	工商管理硕士，曾任中信投资银行部经理、高级经理，A股上市办公室副主任，风险控制部副总经理和执行总经理，交易与衍生产品业务部、计划财务部、风险管理部、海外业务及固定收益业务行政负责人，执行委员会委员、财务负责人、首席风险官；曾兼任中信证券国际、CLSAB.V、华夏基金、中信证券投资、中信产业基金等公司董事。
尹红卫	副总裁；兼任国联通宝董事长、国联证券（香港）董事	55	曾任中信证券深圳总部营业部总经理、深圳分公司总经理、总部财富管理执行总经理。
李钦	副总裁；兼任国联证券（香港）董事	45	经济学硕士，曾就任于中信证券风险管理部。
尹磊	副总裁、财务负责人	51	会计学硕士，曾任中信证券计划财务部出纳、核算会计、会计主管和执行总经理；中信金通计划财务部总经理、财务总监；方正证券助理总裁、执行委员会委员、副总裁、财务负责人。
王捷	董事会秘书、人力资源部总经理；兼任华英证券董事	52	经济学硕士，曾任中信证券人力资源部总监、执行总经理、董事总经理、部门行政负责人，中信控股公司总裁办公室总经理助理，中信证券（山东）人力资源总监。
汪锦岭	首席信息官；兼任华英证券董事、首席信息官	47	工学博士，高级工程师，持有中国注册会计师证书、中国精算师证书，曾任中信证券股份有限公司信息技术中心B角、执行总经理。
马群星	副总裁	45	工程硕士，曾任锡山有机化工二厂助理工程师、技术科副科长，上海爱建引发剂有限公司设备工程师、工艺工程师，新美亚电路（无锡）有限公司制程主管，索尔维投资有限公司（罗地亚合并）中国区市场经理、亚太采购经理，曾任本公司研究所首席研究员、副所长、所长。
戴洁春	合规总监	45	工商管理硕士，国际注册内部审计师、国际注册风险管理确认师、高级会计师。曾任江苏会计师事务所（现天衡会计师事务所）审计职员，中国证监会南京特派办机构监管处五级助手，江苏证监局机构监管处五级助手、科员，江苏证监局稽查处科员、副主任科员、主任科员，江苏证监局上市公司监管一处主任科员、副调研员、副处长，江苏证监局公司监管处副处长，江苏证监局会计监管处副处长、二级调研员。
江志强	首席风险官；兼任中海基金董事	51	曾任本公司证券投资部经理、证券营业部总经理、财富管理中心总经理、资产管理部总经理、总裁助理、副总裁、监事会主席。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

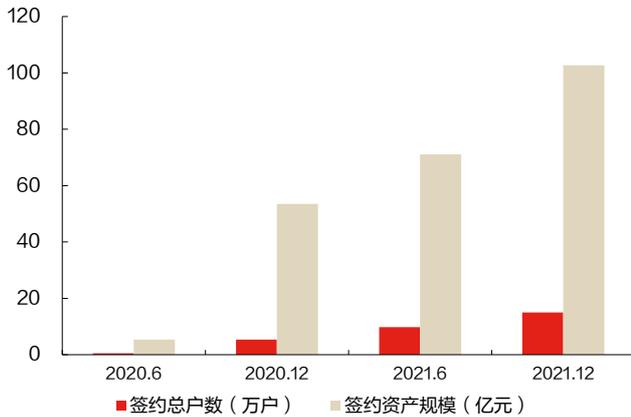
管理层加持下，财富管理战略迎来发展新机遇。从公司聚焦泛财富管理的目标来看，优质管理层推动了公司战略目标的推进。曾任职中信的两位高管尹红卫和李钦加入国联后均担任副总裁，二人曾分别在财富管理部、风险管理部任职，入职国联后前者主管财富管理条线，后者则负责管理衍生品部门，丰富的经验帮助公司财富管理业务整体发展和衍生品条线快速增长。

衍生品业务规模快速增长，有望成为自营业务重心。股权衍生品业务成为公司的布局重点，截至2022年中，国联证券衍生品名义金额达到332.55亿元，同比增幅达到69.8%，其中权益衍生工具名义金额230.8亿元，增幅为38.9%，利率衍生工具名义金额98.2亿元，增幅达到237%。根据中证协2021年公布的证券公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入情况，公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入为2.81亿元，相较2020年的476万元，同比增幅达到5802%，在行业内排名从2020年第19名跃升至第10名，表明公司的场外期权业务发展势头良好。

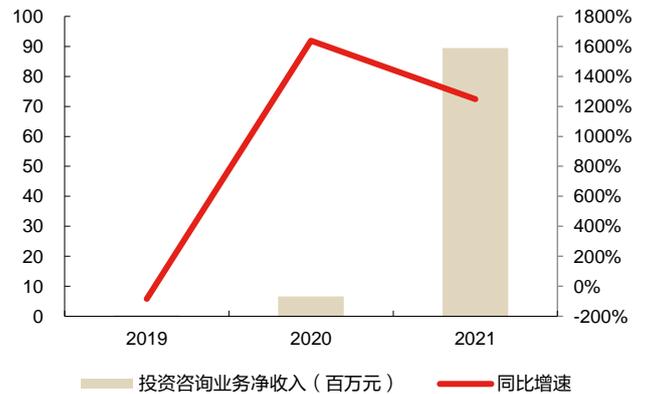
图 38：国联证券衍生工具名义金额（单位：亿元）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

力图打造有特色的“小而美”财富管理业务。2020年2月，国联证券获得基金投顾业务资格，为**首批**获得基金投顾业务资格的7家券商中唯一的中小型券商。2020年4月21日基金投顾业务上线。截至21年末，公司基金投顾签约总户数15.03万户，同比增幅达到182%，签约资产规模102.63亿元，同比增幅达到92%，计算得户均规模约为每户6.83万元。对比同批次获得基金投顾资格的券商，国联的资产规模仅次于头部券商华泰，客户数量、户均规模都处于领先地位。同时，基金投顾业务收入快速增长，2021年公司投资咨询业务净收入0.89亿元，实现同比1248%的增长，表明公司对于基金投顾业务的布局卓有成效。

图 39：国联证券基金投顾签约户数和资产规模


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：国联证券投资咨询业务净收入快速增长


数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 18：对比同批次券商，国联基金投顾业务展业早、规模领先（截至 2021 年末）

公司名称	展业时间	资产规模	客户数量	户均规模
国联证券	2020年4月	102.63亿元	15.03万户	6.83万元
华泰证券	2020年10月	195.11亿元	72.21万户	2.70万元
国泰君安	2020年8月	约83亿元	超过15万人	5.53万元
中金公司	-	近55亿元	超过4.6万户	11.96万元
申万宏源	2020年9月	超30亿元	9.5万人	3.16万元
中信建投	2020年9月	-	9.18万户	-

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。

注：户均规模为估计值；银河证券没有披露相关信息
数据来源：各公司公告，每日经济新闻，东方证券研究所

横向并购，纵向兼并，获取牌照补齐短板，三大操作成公司未来看点。在监管提出打造航母级券商以及金控公司新规出台的背景下，国联证券最近的几个大动作彰显其发展的信心。1) 2022年9月20日，国金证券与国联证券筹划由国联证券向国金证券全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并国金证券。22天后，“联姻”一事虽然宣告失败，但此次“蛇吞象”的横向并购其他券商来扩大规模，补齐短板已经成为了公司的战略目标，未来我们有可能看到新的并购方案出现。2) 国联证券从中融信托手中买下中融基金51%股份并夺得控股权，获得了稀缺的公募基金牌照，其财富管理战略不再受牌照的限制。3) 国联证券试图获得场外期权一级交易商的牌照，扩大衍生品交易业务的规模。

3.2.2. 浙商证券：管理层专业且资深，充分挖掘区域“财富”优势

聚焦前沿业务，特色化发展的经营思路。2006年，浙江上三高速有限公司收购金信证券70.46%的股权，更名浙商证券，浙江国资入主后，浙商证券业务重心由上海迁移至浙江，逐渐成为浙江地区的重要券商。浙商证券稳步扩张业务范围，不断增强资本实力。在业务层面，浙商证券逐步完善在期货、基金、PE、资管、国际化和另类投资等领域的布局。在资本层面，2017年，浙商证券在上交所完成IPO，后续持续通过增发和发行可转债方式持续补充公司资本。根据证券业协会数据，截至2021年末，浙商证券净资本规模达226.28亿元，排名行业第23位。2021年以来，浙商证券逐步实施综合化布局、特色化发展的经营思路，发力财富管理转型。

图 41：浙商证券的发展历程



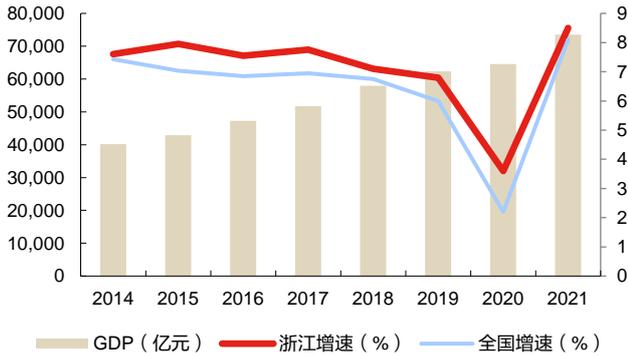
数据来源：浙商证券网站，东方证券研究所

立足浙江，深耕长三角，服务高净值客户。公司总部位于浙江杭州，实控人是浙江省交通投资集团，浙商证券是集团金融板块下唯一上市公司。公司管理层多来自于监管和国企，在地区有强影响力。浙江省具有良好的经济基础和投资环境，是我国上市公司与高净值个人的聚集地之一，作为本土券商，浙商证券具有独特的区位优势，已形成“立足浙江，深耕长三角，拓展长江沿线，择机环渤海和珠三角”的战略布局，把为高净值客户提供资产保值增值服务以及为中小企业提供

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申明。

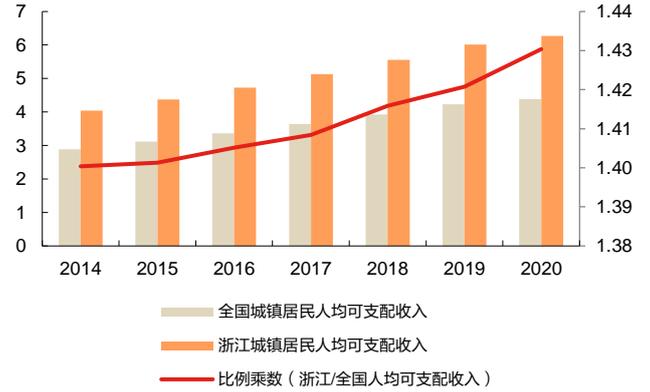
投融资服务作为其差异化竞争的根基，倾注资源支持财富管理做大做强。2021 年，浙江省 GDP 为 73515.76 亿元，全国排名前五；人均收入达到 5.2 万元，仅次于北京和上海，胡润研究院数据表明，截至 2021 年 1 月，浙江省 600 万人民币可投资资产家庭数量为 19.2 万户，仅次于北京、广东与上海三地，占全国该家庭总数的 10.5%。

图 42：浙江省 GDP 与增速情况



数据来源：wind，东方证券研究所

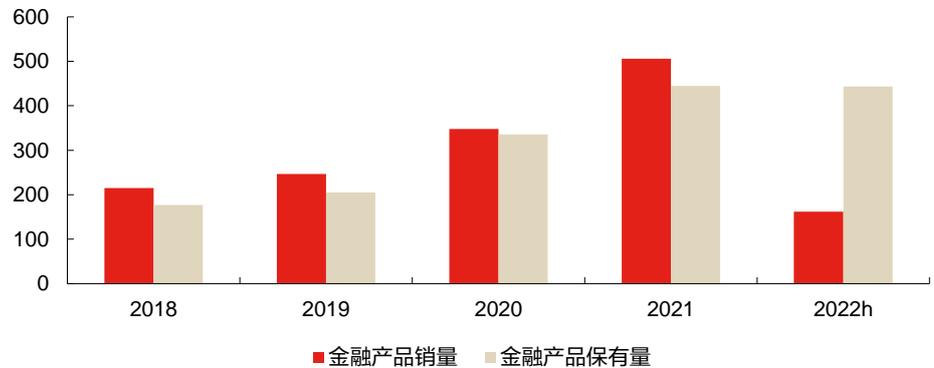
图 43：全国与浙江城镇居民人均可支配收入（万元）



数据来源：wind，东方证券研究所

公司财富管理业务稳步提升。与同业相比，由于受到语言壁垒等地域因素影响，高净值客户对省内财富管理机构具有天然信任感，并可形成良好的口碑营销氛围，每触达一名高净值客户，即可打入该客户社交圈层，产品销量与保有量呈指数级增长。2021 年，公司全年新增各类金融产品销量 506 亿元，同比增长 45.4%；期末金融产品保有量达到 445 亿元，同比增长 32.4%，其中权益类产品保有规模增长 48.1%。2021 年公司继续坚定推动财富管理转型，从产品销售模式逐步向资产配置模式转型。2022 年上半年受市场行情和新冠肺炎疫情的影响，金融产品销售难度加大，产品销量较去年同期有所下降，但保有量仍在 443 亿元，较为稳定。

图 44：浙商证券金融产品销量与保有量（亿元）



数据来源：浙商证券年报，东方证券研究所

通过定增、可转债等多渠道补充运营资金，支持公司业务向第一梯队迈进。2021 年，浙商证券提出综合化布局、特色化发展的经营思路，将打造中型券商突破发展的新标杆作为自身发展

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

方向，未来将聚焦“公司资本补充、财富管理改革、战略客户服务、机构业务整合”等重点工程，力求实现行业排名新突破。近年来公司通过定增，可转债等手段增加其资本金，公司各项排名从2017年的30位次，一路攀升至当下20名左右，发展迅猛。

表 19：17-21 年浙商证券各项指标排名情况

	2017	2018	2019	2020	2021
总资产排名	31	29	28	27	24
净资产排名	36	35	34	32	30
营业收入排名	22	24	29	24	23
净利润排名	29	19	22	15	16
证券经纪业务收入	22	24	24	23	22
代理销售金融产品收入	20	19	19	16	16
投资银行业务收入	30	35	40	19	17

数据来源：证监会，东方证券研究所

3.2.3. 华安证券：区域发展带来的产业结构优势明显，业务前景广阔

国资背景深厚，依托地区高端制造发展优势。2001年，华安证券在安徽省证券公司和安徽省证券交易中心合并基础上成立，总部位于安徽省合肥市2016年在上海主板上市交易。华安证券与国资关系密切，实际控制人为安徽省人民政府国资委，截至2022年三季度，前十大股东中有6位是安徽省国有企业，合计持股50.15%。步入“十四五”，安徽省继续推进高水平创新型省份建设。作为省属国有金融企业，华安证券在“上市公司规模倍增与基金规模倍增计划”中发挥巨大作用，提出“服务新兴产业的创新型投行”目标，服务地区高端制造产业。

图 45：安徽省年末国内上市公司数量



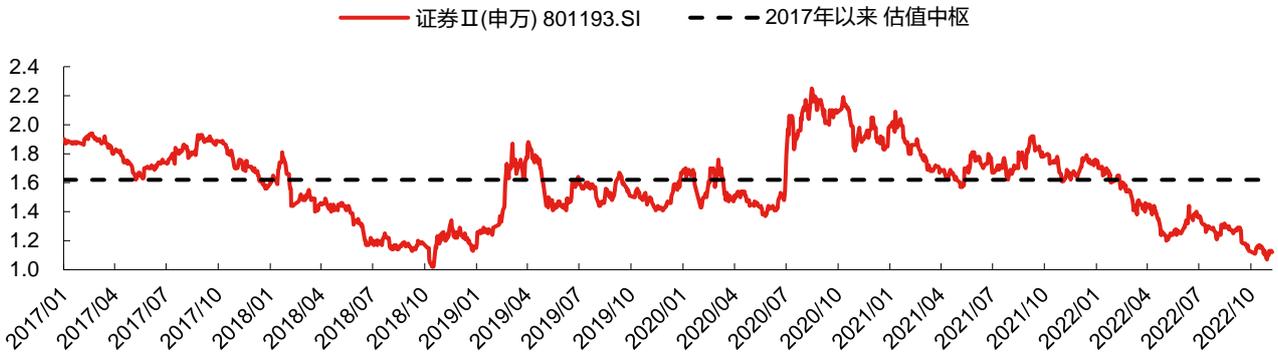
数据来源：wind，东方证券研究所

深耕安徽产业链，分享地区发展红利。安徽省依托省内的中国科学技术大学的研究优势，实现产教结合，创新能力稳居全国第一方阵。近年，安徽高新技术企业从2012年1742家增加到2021年11368家，增长了5.5倍，居全国第8位。安徽拥有丰富的高新技术产业链集群：1) 新型显示产业，包括京东方、维信诺、康宁等上下游企业200多家；2) 集成电路产业，集聚产业链上下游企业400多家；3) 新能源汽车产业，包括江淮、奇瑞、蔚来、大众、比亚迪等10家整车

4. 投资建议：龙头守正+中小出奇，底部配置正当时

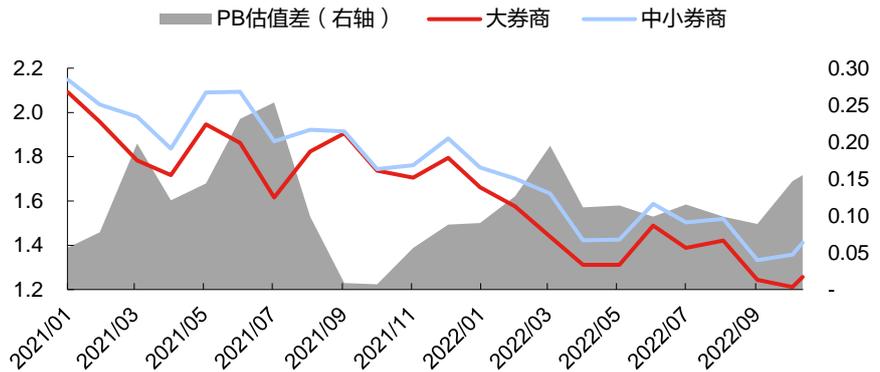
券商板块持续处历史估值底部，大券商估值性价比更高。截至 2022 年 11 月 8 日，证券 II（申万）指数 PB 仅为 1.12x，处于 2017 年以来历史估值区间的底部（0.9%分位处），而如果考虑当前行业的整体 ROE 水平（远高于 18 年 ROE），其相对估值水平已经明显低于 2018 年的历史底部；尤其对于众多头部券商来说，即使不考虑 ROE 的相对水平，其绝对 PB 估值也已经跌破 2018 年的历史估值绝对低位，处于历史最底部，配置性价比凸显。当前中小券商相对于大券商的溢价仍然在阶段性的高位，后续大券商仍有较大概率取得相对超额收益。

图 47：2017/01-2022/10 证券 II（申万）指数 PB 估值



数据来源：wind，东方证券研究所

图 48：2021/01-2022/11 中小券商与大券商之间 PB 估值差（截至 11 月 9 日）



数据来源：Wind，东方证券研究所

利好信号释放助推市场情绪与活跃度显著回暖，赚钱效应好转下重申紧抓底部加仓时机。1)

上周刚公布的美国 10 月 CPI 同比上涨 7.7%，低于预期的 7.9%，较前值 8.2%大幅好转；环比上涨 0.3%，同样好于预期的 0.5%，并较前值 0.6%大幅回落。更为重要的是核心 CPI 同比上涨 6.3%，低于预期的 6.5%，较前值 6.6%明显回落。明显低于预期的通胀读数无疑为市场注入强心针，使得市场对 12 月美联储“仅”加息 50bp 的预期大幅提升。2) 美国劳工部公布的美国截至 11 月 5 日当周初请失业金人数为 22.5 万，预期 22 万，较前一周修正后的数据环比增加 0.7 万。

美国截至 10 月 29 日当周续请失业金人数为 149.3 万，预期 147.5 万，较前值增加 0.8 万。失业

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

数据的超预期也在一定程度上预示着美联储的“极端”政策可能已经对异常强劲的美国劳动力市场产生“冷却”效果。3) 上周国务院发布疫情精准防控通知，对密切接触者，将“7+3”管理措施调整为“5+3”；及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接。将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”。我们认为精准防控政策对国内经济与A股市场起到了短期的提振作用。利好信号的集中释放，对A股市场乃至整体“中国风险资产”的估值起到了明显的提振作用，市场情绪与活跃度显著回暖，风险偏好回升，进一步强化了A股市场、港股市场以及券商板块的底部信号，赚钱效应好转下我们重申当前是加仓布局券商板块（A+H）的绝佳时机。考虑到当前板块的估值仍处历史底部，板块配置正当时。

随着三季报业绩发布，券商业绩压力有望缓释。考虑到4Q21与1Q22业绩基数较低，上市券商未来两季业绩压力较低，估值受基本面压制因素有望逐步缓解。板块估值仍处于底部（证券II申万指数PB估值位于17年以来的0.9%分位），市场流动性呈改善趋势，经济托底政策持续推出，经济呈现弱复苏状态，同时考虑到在众多低估值板块中券商板块弹性优势明显，赔率与性价比较高。建议左侧布局等待板块资金轮动机会，以博取后期反弹空间，自下而上优选两条主线：

1) 头部券商“守正”：以股票衍生品与做市交易为代表的机构业务是当前推荐的最重要主线，同时有望于短期内落地的全面注册制等政策面因素也将重点利好机构龙头，推荐**中信证券(600030, 增持)**，建议关注**中金公司(601995, 增持)**。

2) 中小券商“出奇”：当前行业正处于白热化与同质化竞争的“内卷”环境当中，在综合实力竞争下中小券商处于全面下风，唯有出奇方能制胜。一方面，东财的示范效应在前，众多中小券商摩拳擦掌试图借助金融科技的力量实现弯道超车；另一方面，优质管理层带来的丰富监管资源或具有前瞻性的发展战略，以及地域优势与产业结构优势带来的中长期业务发展空间，都将有助于中小券商打造特色化的比较优势业务，推荐**国联证券(600145, 增持)**，建议关注**浙商证券(601878, 未评级)**，**华安证券(600909, 未评级)**，**湘财股份(600095, 未评级)**。

5. 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。

3) 科创板项目跟投测算结果存在较大偏差，导致测算出来的收益率与实际情况严重不符。

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