

分析师：张洋
 登记编码：S073051604002
 Zhangyangyjs@ccnew.com 021-50586627

基本面重拾升势推动券商板块估值修复

——证券行业 2023 年投资策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市(维持)

盈利预测和投资评级

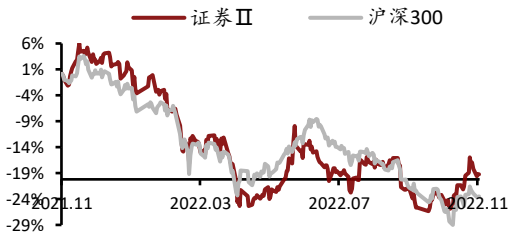
发布日期：2022 年 11 月 24 日

公司简称	22BVPS	23BVPS	22P/B	评级
中信证券	16.03	16.92	1.35	增持
华泰证券	15.91	16.75	0.91	增持
东吴证券	7.62	7.82	0.91	增持
国元证券	7.65	7.93	0.90	增持
东北证券	7.95	8.33	0.90	增持

投资要点：

- **顶层维稳资本市场，引导长线资金入市。**2022 年上半年，顶层多举措维护资本市场稳定，提振市场信心。近年来，监管层在多场合，通过多种方式表示积极引入长期投资者、引导更多中长期资金入市，推动资本市场高质量发展。长远看，个人养老金入市能够助力资本市场行稳致远，资本市场能够实现投资收益增厚个人养老金，进而增强我国居民养老保障的能力，并为实现全体人民共同富裕提供可行路径。
- **科创板做市正式起航，行业喜迎业务蓝海。**经证监会批准，2022 年 10 月 31 日首批科创板做市商正式开展科创板股票做市交易业务。科创板实行的是在竞价交易制度基础上引入竞争性做市商机制的混合交易制度，是全面推动科创板高质量发展，建设有中国特色资本市场的又一有益实践。相较竞价交易制度，做市商制度具备提高股票流动性，释放市场活力；促进市场稳定，增强市场韧性；减少信息不对称，促进价值发现等优势。本文通过借鉴美国做市商制度与做市交易业务，为未来我国券商在该业务领域的发展得出启示。
- **2022 年前三季度证券行业经营业绩同比出现回落。**受资本市场年内弱势运行的影响，41 家单一证券业务上市券商共实现营业收入 3710.38 亿元，同比下滑 21.03%；共实现归母净利润 1021.25 亿元，同比下滑 31.20%。
- **证券行业各分业务 2023 年展望。**经纪：代理买卖证券业务有望稳中有升，代理销售金融产品业务有望重回升势，预计经纪业务将维持目前的较高景气度水平，并有望出现回升。自营：自营业务整体有望在权益类自营的带动下止稳回升。投行：投行业务有望实现正增长，但幅度不宜期望过高。资管：资管业务大概率将保持稳定，头部效应的持续增强将推动行业资管业务收入实现增长。利息：利息净收入将在 2022 年小幅下滑的基础上再度呈现小幅波动，对行业整体经营业绩的边际贡献将保持收敛。
- **投资策略。**预计 2023 年证券行业整体经营业绩将结束短暂休整，重拾升势。维持证券行业本轮上升周期将贯穿整个十四五，业绩高点有望超越 2015 年的观点不变。维持证券行业“同步大市”的投资评级。在证券行业整体经营业绩有望重拾升势的预期下，券商板块有望对整体估值进行修复，空间上有望尝试挑战 2016 年以来的平均估值水平。此外，在市场及板块摆脱下跌趋势，进入反弹及区间震荡周期后，券商板块结构性行情的力度有望明显转强。关注板块内的低估值品种，头部券商仍是稳健配置的首选，应重点关注中小及弹性券商的波段投资机会。重点推荐公司：中信证券、华泰证券、东吴证券、国元证券、东北证券。

证券 II 相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《证券 II 行业月报：券商板块 2022 年 9 月回顾及 10 月展望》 2022-10-26

《证券 II 行业月报：券商板块 2022 年 8 月回顾及 9 月展望》 2022-09-26

《证券 II 行业月报：券商板块 2022 年 7 月回顾及 8 月展望》 2022-08-29

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

风险提示：1. 权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；2. 市场波动风险；3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

内容目录

1. 顶层维稳资本市场，引导长线资金入市	6
1.1. 个人养老金多政策落地，资本市场再迎长线资金	7
2. 科创板做市正式起航，行业喜迎业务蓝海	8
2.1. 科创板做市交易已正式启动	8
2.2. 做市商制度是我国资本市场交易制度的重大创新	10
2.2.1. 做市商通过双向报价赚取价差收益实现盈利	10
2.2.2. 做市商制度具备比较优势	11
2.3. 美国做市商制度与做市交易业务的借鉴	11
2.3.1. 纽约证券交易所——垄断性做市商制度	12
2.3.2. 纳斯达克——竞争性做市商制度	12
2.3.3. 美国做市交易业务发展较为成熟	13
2.3.4. 美国做市交易业务收入稳定、去方向化	14
2.3.5. 做市交易业务已成为美国大型投行的核心业务之一	14
2.3.6. 美国大型投行的做市交易业务各具特色	15
2.3.7. 专业投行在美国做市交易领域表现极为出彩	16
2.4. 美国做市商制度与做市交易业务的启示	19
2.4.1. 竞争性做市商制度及混合交易制度应为最优解	19
2.4.2. 资本实力是开展做市交易业务的基础	20
2.4.3. 我国做市交易的品种尚待不断完善，准入门槛有待降低	20
2.4.4. 做市交易业务较易形成高集中度	26
2.4.5. 做市交易业务延展了券商的业务链条，促进券商特色化、差异化发展	27
2.4.6. 做市交易业务为金融科技提供了绝佳的应用场景	27
3. 2022 年前三季度证券行业经营业绩出现回落	29
3.1. 证券行业资本实力增速进一步回落	29
3.2. 证券行业经营业绩在连续三年回升后出现回落	29
3.3. 经纪业务占比持续位居榜首，自营业务占比快速下滑	30
4. 证券行业各分业务 2022 年回顾及 2023 年展望	31
4.1. 经纪业务 2022 年回顾及 2023 年展望	31
4.1.1. 经纪业务 2022 年回顾	31
4.1.2. 经纪业务 2023 年展望	34
4.2. 自营业务 2022 年回顾及 2023 年展望	35
4.2.1. 自营业务 2022 年回顾	35
4.2.2. 自营业务 2023 年展望	37
4.3. 投行业务 2022 年回顾及 2023 年展望	38
4.3.1. 投行业务 2022 年回顾	38
4.3.2. 投行业务 2023 年展望	41
4.4. 资管业务 2022 年回顾及 2023 年展望	41
4.4.1. 资管业务 2022 年回顾	41
4.4.2. 资管业务 2023 年展望	43
4.5. 信用业务 2022 年回顾及 2023 年展望	44
4.5.1. 信用业务 2022 年回顾	44
4.5.2. 信用业务 2023 年展望	46
5. 投资策略	47
5.1. 2022 年以来券商指数出现明显下跌，全年表现较为弱势	47

5.2. 券商板块呈现普跌，头部券商表现低迷	47
5.3. 券商板块估值处于 2016 年以来的相对低位	48
5.4. 投资建议	48
5.4.1. 预计 2023 年证券行业整体经营业绩将重拾升势	48
5.4.2. 券商板块有望对估值进行修复，结构性行情的力度有望转强	49
5.4.3. 关注板块内的低估值品种	49
5.4.4. 头部券商仍是稳健配置的首选	50
5.4.5. 应重点关注中小及弹性券商的波段投资机会	50
5.4.6. 重点推荐公司	50
6. 风险提示	51

图表目录

图 1: 2006-2021 年纽交所及纳斯达克总市值 (亿美元)	12
图 2: 2006-2021 年纽交所及纳斯达克成交量 (亿美元)	12
图 3: 2010-2021 年美国商业银行控股公司交易收入及结构 (单位: 百万美元)	13
图 4: 美国做市交易业务收入构成示意图	14
图 5: 摩根大通自营交易收入 (百万美元) 及占比	15
图 6: 高盛集团做市交易收入 (百万美元) 及占比	15
图 7: 花旗集团自营交易收入 (百万美元) 及占比	15
图 8: 美国银行做市交易收入 (百万美元) 及占比	15
图 9: 摩根大通自营交易业务 (含做市) 收入结构	16
图 10: 高盛集团做市交易业务收入结构	16
图 11: 花旗集团自营交易业务 (含做市) 收入结构	16
图 12: 美国银行做市交易业务收入结构	16
图 13: 沃途金融做市业务收入 (百万美元)	18
图 14: 沃途金融收入结构	18
图 15: 沃途金融信息技术投入 (百万美元)	19
图 16: 沃途金融技术服务收入 (百万美元)	19
图 17: 2010-2021 年证券公司债券交割量 (万亿元) 及占所有机构交割量的比重	21
图 18: 商品期货交易金额 (名义本金, 万亿元)	22
图 19: 商品期货期权交易金额 (名义本金, 亿元)	22
图 20: 国债期货交易金额 (名义本金, 万亿元)	24
图 21: 沪深 300 股指期货交易金额 (名义本金, 亿元)	24
图 22: 交易所 ETF 净值 (亿元) 及同比增速	25
图 23: 公募 REITs 月成交量 (亿元) 及换手率	25
图 24: 新三板成交总量、做市成交量 (亿元) 及占比	26
图 25: 新三板做市股票个数排名前 10 位券商	26
图 26: 2016-2021 年债券交割量集中度	27
图 27: 上交所 ETF 主做市商 ETF 做市数量	27
图 28: 证券行业总资产 (万亿元) 续创历史新高	29
图 29: 证券行业净资产 (万亿元) 续创历史新高	29
图 30: 2022H 证券行业营业总收入 (亿元) 出现下滑	30
图 31: 2022H 证券行业净利润总额 (亿元) 出现回落	30
图 32: 2012-2022H 证券行业收入结构	30
图 33: 日均股票成交量 (亿元) 小幅下滑	31
图 34: 股票成交总量 (亿元) 同步出现小幅下滑	31

图 35: 北向资金加权平均成交占比维持在 10%以上.....	31
图 36: 2022H 行业平均净佣金率暂时止稳 (按 10.47%剔除北向资金)	32
图 37: 代销金融产品业务净收入 (亿元) 及同比增速	32
图 38: 2022 年新发基金份额 (份) 大幅下滑	32
图 39: 2022 年公募基金规模 (万亿元) 相对稳定	33
图 40: 权益类公募基金规模 (万亿元) 的波幅较大	33
图 41: 代理买卖证券业务净收入 (亿元) 持续回升	34
图 42: 代理买卖证券业务净收入占比微幅回落	34
图 43: 权益弱势下跌 (截至 11 月 18 日收盘)	36
图 44: 固收冲高回落 (截至 11 月 18 日收盘)	36
图 45: 场外衍生品存量规模 (名义, 亿元) 快速增长	36
图 46: 场外衍生品新增规模 (名义, 亿元) 快速增长	36
图 47: 2022H 自营业务收入 (亿元) 大幅下滑	37
图 48: 2022H 自营业务收入占比大幅回落	37
图 49: IPO 规模 (亿元) 呈现放量	38
图 50: IPO 单家融资规模 (亿元) 大幅增加	38
图 51: 再融资规模 (亿元) 明显缩量	39
图 52: 可转债发行规模 (亿元) 基本持平	39
图 53: 股权融资规模 (亿元) 预计将小幅回落	39
图 54: 股权融资承销金额集中度维持高位	39
图 55: 债权融资规模 (万亿元, 按发行日) 小幅回落	40
图 56: 各类债券承销金额集中度续创历史新高	40
图 57: 2022H 投行业务净收入 (亿元) 同比持平	41
图 58: 2022H 投行业务净收入占比小幅提高	41
图 59: 2022H 行业受托管理资金净值 (亿元) 止稳回升	42
图 60: 集合资管规模 (万亿元) 快速增长	42
图 61: 单一资管规模占比下降至 50% 以下	42
图 62: 2022H 资管业务净收入 (亿元) 小幅下滑	43
图 63: 2022H 资管业务净收入占比被动提高	43
图 64: 两融余额 (亿元) 出现小幅下滑	44
图 65: 两融年度月均余额 (亿元) 小幅减少	44
图 66: 融券余额的波动性更为显著	45
图 67: 2022H 利息净收入 (亿元) 小幅下滑	46
图 68: 利息净收入占比被动提高	46
图 69: 截至 2022 年 11 月 18 日收盘, 中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为 -20.93%	47
图 70: 截至 2022 年 11 月 18 日收盘, 41 家单一证券业务上市券商仅 2 家实现上涨, 共 39 家出现下跌	48
图 71: 截至 2022 年 11 月 18 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 处于 2016 年以来的相对低位	48
表 1: 个人养老金多政策汇总	7
表 2: 《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》的主要内容	7
表 3: 首批入选个人养老金基金销售机构名录	8
表 4: 《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》的主要内容	9
表 5: 《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》的主要	9
表 6: 首批 14 家科创板做市商做市标的及标的的属性一览	10

表 7: 科创板股票最大买卖价差、最小报价金额及参与率要求	11
表 8: 做市商制度、竞价交易制度与混合交易制度的对比	19
表 9: 银行间债券市场现券证券公司做市商名单	21
表 10: 上期所、上期能源、大商所、郑商所部分期货及期权做市商 (以母公司名称列示) .	22
表 11: 国债期货及部分期权做市商 (以母公司名称列示)	23
表 12: 沪、深交易所基金做市商名单	24
表 13: 截至 2022Q3 股票+混合公募基金销售保有规模(亿元)排名前 20 位证券公司及较 2021 年底变化情况	33
表 14: 2022H 头部券商及其控股或参股基金公司净利润(亿元), 业绩贡献(不考虑并表因素)	43
表 15: 截至 2022H 股票质押规模(亿元)排名行业前 10 位公司及较 2021 年底变化情况 .	46
表 16: 截至 2022 年 11 月 18 日收盘 41 家单一证券业务上市券商 P/B 估值	50
表 17: 重点公司估值表	51

1. 顶层维稳资本市场，引导长线资金入市

2022 年上半年，资本市场出现明显波动。为维护资本市场稳定，提振市场信心，2022 年 3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。2022 年 3 月 16 日，在国务院金融委专题会议召开后，证监会党委迅速召开扩大会议传达学习会议精神，就抓好贯彻落实进行研究部署。

自 2018 年年底中央经济工作会议将资本市场在整个经济、金融运行中的地位和作用空前提高至“牵一发而动全身”以来，顶层对资本市场服务实体经济高质量发展的肯定及呵护的基调从未发生过改变，全面深化资本市场改革处于持续快速推进的过程中。此外，在我国国民经济延续恢复态势，主要宏观经济指标运行在合理区间，各方面稳增长政策持续发力，上市公司业绩表现稳中向好的背景下，资本市场平稳运行具有坚实基础，市场短期波动没有也不会改变长期健康发展趋势。随着规范基金管理公司绩效考核与薪酬管理行为，健全公募基金行业长效激励约束机制等一系列维护资本市场平稳运行政策“组合拳”的陆续推出，资本市场的整体运行状态大为改观，证券行业的整体经营环境大为改善，各项业务重回良性发展的正轨。

2022 年 11 月 4 日，人社部等四部门联合发布《个人养老金实施办法》，相关配套文件密集出台，在个人养老金参与范围、账户开立、缴费上限、领取方式、税收优惠、投资选择、销售适当性等多方面进行了规定，为金融机构提供个人养老服务提供了制度基础。

聚焦证监会发布的《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，在产品管理、产品费率、销售管理、业绩考核等投资细节进行了明确。近年来，监管层在多场合，通过多种方式表示积极引入长期投资者、引导更多中长期资金入市，推动资本市场高质量发展。长远看，个人养老金入市能够助力资本市场行稳致远，资本市场能够实现投资收益增厚个人养老金，进而增强我国居民养老保障的能力，并为实现全体人民共同富裕提供可行路径。

1.1. 个人养老金多政策落地，资本市场再迎长线资金

2022年11月4日，人力资源和社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合发布《个人养老金实施办法》，对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定。同时，相关配套文件密集出台。

表 1：个人养老金多政策汇总

发布单位	文件	主要内容
人社部、财政部、税务总局、银保监会、证监会	《个人养老金实施办法》	对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定
财政部、税务总局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	自 2022 年 1 月 1 日起，对个人养老金实施递延纳税优惠政策
银保监会	《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》	将综合考虑商业银行、理财公司主要审慎监管指标等因素，确定首批开办个人养老金业务的机构名单
证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》	对参与个人养老金投资公募基金业务的各类市场机构及其展业行为予以明确规范

资料来源：人社部、财政部、税务总局、银保监会、证监会、中原证券

《个人养老金实施办法》及其配套文件，在个人养老金参与范围、账户开立、缴费上限、领取方式、税收优惠、投资选择、销售适当性等多方面进行了规定，为金融机构提供个人养老服务提供了制度基础。

聚焦证监会发布的《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，在产品管理、产品费率、销售管理、业绩考核等投资细节进行了明确。

表 2：《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》的主要内容

核心要点	主要内容
产品管理	最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元或者上一季度末规模不低于 2 亿元的养老目标基金；投资风格稳定、投资策略清晰、运作合规稳健且适合个人养老金长期投资的股票基金、混合基金、债券基金、基金中基金和中国证监会规定的其他基金
产品费率	个人养老金基金的单份份额类别不得收取销售服务费，可以豁免申购限制和申购费等销售费用（法定应当收取并计入基金资产的费用除外），可以对管理费和托管费实施一定的费率优惠
销售管理	基金销售机构应经营状况良好，财务指标稳健，具备较强的公募基金销售能力；最近 4 个季度末股票基金和混合基金保有规模不低于 200 亿元，其中，个人投资者持有规模不低于 50 亿元；基金销售机构应当主要以定期投资等方式引导投资人长期投资
业绩考核	基金管理人、基金销售机构应当建立长周期考核机制，对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期不得短于 5 年；基金评价机构应当坚持长期评价原则，业绩评价期限不得短于 5 年，不得使用单一指标进行排名或者评价，不得进行短期收益和规模排名

资料来源：中国证监会、中原证券

产品管理方面，个人养老金可投资目标基金产品的门槛相对较低，有助于投资风格、投资策略多元化，有助于分散风险，提高个人养老金收益的稳定性。

产品费率方面，规定不得收取销售服务费，并鼓励减免申购费、管理费和托管费，体现出个人养老金投资公募基金具有一定的公益性质，有助于引导公募基金树立服务养老金的社会责任。

销售管理方面，基金销售机构的准入门槛较高，体现出监管层更加注重基金销售机构对于公募基金的选择能力，在源头上确保个人养老金投资的安全性及稳健性。同时，倡导以定投的方式引导投资人长线投资。

业绩考核方面，由于个人养老金投资期限较长，以长周期的方式进行考核更有助于目标基金贯彻投资风格及投资策略，保障资金运作的连续性及稳健性，切实落实长线投资、价值投资。

2022年11月18日，证监会发布个人养老金基金名录和个人养老金基金销售机构名录，首批共40家基金公司的合计129只基金产品入选基金名录，16家商业银行、14家证券公司、7家独立基金销售机构入选销售机构名单。截至目前，基金销售的准备工作已经完成，预约功能已经上线。

表 3：首批入选个人养老金基金销售机构名录

机构类型	名单
商业银行	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行、中信银行、光大银行、招商银行、上海浦东发展银行、民生银行、平安银行、兴业银行、广发银行、北京银行、宁波银行
证券公司	华泰证券、中信证券、广发证券、中信建投、招商证券、中国银河、国泰君安、国信证券、东方证券、兴业证券、海通证券、申万宏源、中金财富证券、长江证券
独立基金销售机构	蚂蚁基金、天天基金、腾安基金、盈米基金、同花顺基金、雪球基金、京东肯特瑞基金

资料来源：中国证监会、中原证券

近年来，监管层在多场合，通过多种方式表示积极引入长期投资者、引导更多中长期资金入市，推动资本市场高质量发展。首先，大力发展个人养老金是健全我国养老体系的重要组成部分；其次，个人养老金的持续入市将为我国资本市场注入源源不断的长线资金，对于提高资本市场韧性，抑制资本市场大幅波动，促进资本市场平稳健康运行都具有重要意义。长远看，个人养老金入市能够助力资本市场行稳致远，资本市场能够实现投资收益增厚个人养老金，进而增强我国居民养老保障的能力，并为实现全体人民共同富裕提供可行路径。

2. 科创板做市正式起航，行业喜迎业务蓝海

2.1. 科创板做市交易已正式启动

《证券法》以及《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，在条件成熟时引入做市商机制是推进科创板建设的重要举措之一；通过试点方式在科创板引入做市商机制有利于积累经验，稳步推进。在此背景下，2022年5月12日，证监会公布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，自公布之日起施行。

表 4:《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》的主要内容

	主要内容
准入条件	按照“稳妥起步、风险可控”的原则，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 个月净资本持续不低于 100 亿元；二是最近三年分类评级在 A 类 A 级（含）以上
准入程序	符合条件的证券公司可向中国证监会提交相关做市交易业务申请材料。鉴于做市交易业务专业性强，对证券公司技术系统要求较高，《做市规定》明确由上海证券交易所对证券公司技术系统是否具备开展业务条件进行评估测试。通过评估测试的向中国证监会提出申请，由中国证监会核准业务资格。经中国证监会核准取得业务资格的，可以在其他交易所按照规定开展证券做市交易业务
内部管控要求	为防范做市交易业务与经纪、自营、资产管理等业务的潜在利益冲突，《做市规定》对试点证券公司提出了严格要求。一是完善业务隔离制度，防止敏感信息不当流动，严防利益冲突；二是建立健全做市交易业务内部控制、决策流程、制衡机制，确保业务规范有序开展；三是加强做市交易业务管理，健全廉洁从业风险防控和反洗钱要求，防止利益输送、内幕交易、市场操纵等违法违规行为
风险监测监控要求	为推动做市交易试点规范、稳妥起步，发挥提升市场流动性、增强市场韧性的积极作用，《做市规定》要求试点证券公司：一是将做市交易业务纳入全面风险管理体系、完善风险监测指标，做好业务风险防控；二是建立健全异常交易监控机制，报备专用账户、接受上海证券交易所全方位监控，防止对市场稳定造成影响；三是参照自营持有股票标准计算和填报风控指标，原则上科创板做市持股不超过 5%，由上海证券交易所所在具体业务规则中明确；四是处理好突发事件，履行信息报送义务
监管执法	《做市规定》明确，证券公司在做市交易中违反有关法律法规及中国证监会规定的，中国证监会及其派出机构可依法采取监管措施和行政处罚，并授权上海证券交易所制定业务规则，依法对做市交易业务实施自律管理

资料来源：中国证监会、中原证券

为落实《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》，深入推进设立科创板并试点注册制改革、完善科创板交易制度，在中国证监会指导下，上海证券交易所于 2022 年 7 月 15 日发布并施行《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》和《上海证券交易所证券交易业务指南第 8 号——科创板股票做市》，对科创板做市交易业务作出更加具体细化的交易和监管安排。

表 5:《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》的主要内容

	主要内容
明确做市服务申请与终止	科创板股票做市服务申请采用备案制，取得上市证券做市交易业务资格的证券公司经向上交所备案可为具体的科创板股票提供做市服务
明确做市商权力与义务	做市商开展做市交易业务应符合上交所关于做市指标的相关要求。上交所定期对做市商进行评价，评价分为 AA、A、B、C、D5 个档次，对积极履行义务的做市商给予适当减免交易费用等措施，对评价不合格的上交所将终止其全部或对应股票的科创板股票做市交易业务
明确做市商监督管理	做市商应当健全风险管理和内部控制制度，建立风险防范与业务隔离机制，确保合规有序开展做市交易业务

资料来源：上海证券交易所、中原证券

根据统计，截至 2021 年底连续三年分类评级在 A 类 A 级（含）以上，净资本不低于 100 亿元的证券公司共 26 家。2022 年 9 月 15 日，10 月 12 日，证监会分别批复了 14 家券商首批科创板做市交易业务资格，包括申万宏源、华泰证券、中国银河、中信建投、东方证券、财通证券、国信证券、国金证券、中信证券、兴业证券、招商证券、浙商证券、东吴证券、国泰君安，其中既包括头部券商，也包括中小券商。10 月 28 日，首批 14 家科创板做市商发布了 50

个科创板股票做市交易公告，共涉及 42 只标的，其中既有科创板 50 成分股，也有做市商自家承销保荐并跟投的中小市值公司，标的代表性、业务协同以及延伸业务链是首批科创板做市商选择做市标的的基本原则。

经证监会批准，2022 年 10 月 31 日首批科创板做市商正式开展科创板股票做市交易业务。

表 6：首批 14 家科创板做市商做市标的及标的属性一览

做市标的	标的属性	保荐机构	做市商	做市标的	标的属性	保荐机构	做市商
中芯国际	科创 50	海通、中金	国金证券	睿创微纳	科创 50	中信证券	中信、招商
晶科能源	科创 50	中信建投	中信建投	中无人机		中信建投、中航	中国银河
天合光能	科创 50	华泰联合	中信、华泰、浙商	威高骨科		华泰联合	华泰证券
金山办公	科创 50	中金公司	申万宏源	厦钨新能		兴业证券	兴业证券
时代电气	科创 50	中金公司	兴业、银河	金盘科技		浙商证券	浙商证券
中微公司	科创 50	海通证券	中信证券	特宝生物	中证 1000	国金证券	国金证券
派能科技	科创 50	中信建投	中信建投	奥普特	中证 1000	国信证券	招商证券
华熙生物	科创 50	华泰联合	华泰证券	普源精电-U		国泰君安	国泰君安
西部超导	科创 50	中信建投	中信建投、财通	药康生物		华泰联合	招商证券
中国通号	科创 50	中金公司	国金、东方	瑞可达		东吴证券	东吴证券
中控技术	科创 50	申万宏源	中信、申万、兴业	科前生物	中证 1000	招商证券	招商证券
格科微	科创 50	中金公司	国信证券	金宏气体	中证 1000	招商证券	东吴证券
天能股份	科创 50	中信证券	东方证券	财富趋势	中证 1000	中国银河	中国银河
凯赛生物	科创 50	中信证券	中信证券	博拓生物		国泰君安	国泰君安
诺唯赞	科创 50	华泰联合	华泰证券	世华科技		华泰联合	华泰证券
晶晨股份	科创 50	国泰君安	国泰君安	福立旺		东吴证券	东吴证券
天奈科技	科创 50	民生证券	财通证券	赛微微电		国泰君安	国泰君安
纳微科技	科创 50	中信证券	东吴证券	明志科技		东吴证券	东吴证券
珠海冠宇	科创 50	招商证券	招商证券	禾信仪器		国信证券	国信证券
海尔生物	科创 50	国泰君安	国泰君安	申联生物		国信证券	国信证券
杭可科技	科创 50	国信证券	浙商证券	开普云		国金证券	国金证券

资料来源：Wind、上海证券交易所、中原证券

2.2. 做市商制度是我国资本市场交易制度的重大创新

2.2.1. 做市商通过双向报价赚取价差收益实现盈利

做市商是指在证券市场上，由具备一定实力和信誉的独立证券经营法人作为特许交易商，不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格（即双向报价），并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。

根据《上海证券交易所证券交易业务指南第 8 号——科创板股票做市》，科创板股票做市交易业务，是指符合条件的证券公司，按照《科创板股票做市实施细则》规定和做市协议约定，为科创板股票提供双边持续报价、双边回应报价等流动性服务的业务。

做市商同时充当买卖双方的交易对手方，核心盈利模式为赚取价差收益，即以较低的价格

从卖出方买入证券，再以较高的价格向买入方卖出证券，区间产生的价差作为做市商提供即时交易便利的对价。

表 7：科创板股票最大买卖价差、最小报价金额及参与率要求

科创板股票分类	最大买卖价差	最小报价金额	连续竞价参与率	集合竞价参与率
高	1.5%	10 万元	60%	80%
中	2%	10 万元	60%	80%
低	3%	10 万元	60%	80%

资料来源：《上海证券交易所证券交易业务指南第 8 号——科创板股票做市》、中原证券

2.2.2. 做市商制度具备比较优势

做市商制度与竞价交易制度存在明显差异，并具备比较优势。

提升股票流动性，释放市场活力。针对初创或者相对小型市场，做市商制度相较竞价交易制度最大的优势在于能够提升股票的流动性，提高交易的效率和即时性。做市商作为市场买卖双方的对手方，能够发挥交易枢纽与润滑剂的积极作用。科创板开市 3 年以来，稳定试点注册制，统筹推进各项基础制度改革，在服务实体经济，特别是服务硬科技企业方面发挥出越来越重要的作用。但由于存在 50 万元的资金门槛，科创板的整体流动性与主板、创业板相比仍有不足，本次科创板引入做市商机制最重要的初衷即为提升科创板股票流动性、释放市场活力。

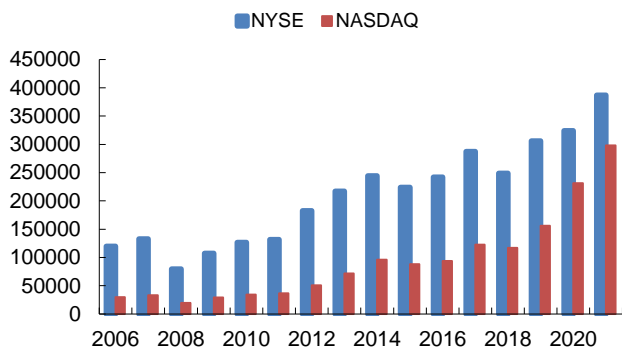
促进市场稳定，增强市场韧性。由于做市商具有双向报价的义务，在市场处于单边上涨时，做市商能够使用证券存货供给筹码，遏制过度投机；在市场处于单边下跌时，做市商能够使用自有资金买入证券缓解下跌速率，增强市场韧性。本次科创板引入做市商机制另一重要目的即为增强市场韧性，促进市场稳定。

减少信息不对称，促进价值发现。通常做市商会选择优质以及研究较为深入的标的进行做市，对公司基本面变化的把握度较高，能够通过持续的双向报价向市场传递正确的信息，促进价值发现。此外，同一做市标的可能拥有多家做市商，做市商可以互为交易对手进行交易，做市商之间的竞争及相互交易过程也有助于加快做市标的价值发现的过程。

2.3. 美国做市商制度与做市交易业务的借鉴

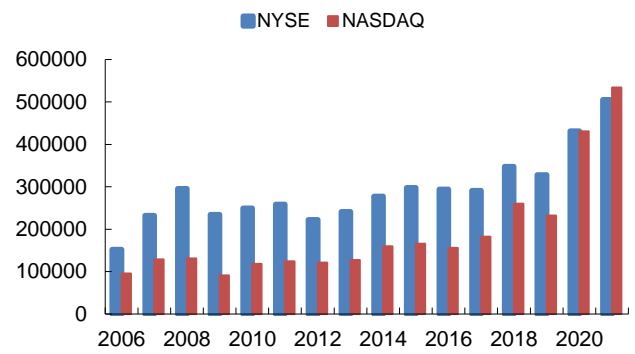
目前全球大多数资本市场已采用做市商制度，包括纽约证券交易所、纳斯达克、伦敦交易所、德意志交易所、香港交易所等，其中美国多层次资本市场完善、产品种类丰富、市值及成交量领先全球，更具代表性和借鉴意义。

图 1: 2006-2021 年纽交所及纳斯达克总市值(亿美元)



资料来源: Wind、中原证券

图 2: 2006-2021 年纽交所及纳斯达克成交量(亿美元)



资料来源: Wind、中原证券

做市商制度起源于场外市场,兴起于场内市场。19 世纪后美国资本市场的快速崛起为做市商机制的不断发展完善提供了肥沃的土壤,进而逐步形成了两类具有代表性的做市商制度,即纽约证券交易所的垄断性做市商制度和纳斯达克的竞争性做市商制度。

2.3.1. 纽约证券交易所——垄断性做市商制度

纽约证券交易所历史悠久,在成立之初采用的就是比较完备的竞价交易制度。1929 年资本主义世界经济危机造成股市崩盘,时任美国证券行业监管者认为单一的竞价交易制度可能无法有效应对极端环境下市场的流动性及稳定性问题,从而为纽交所引入做市商制度。

纽交所的做市商制度要求单一证券只能拥有一家做市商,因此被称为垄断性做市商制度,又被称为专家制度或者专业会员制度。纽交所做市商的主要职责包括保持价格稳定性及连续性,保持市场活跃等。

由于做市商做市以盈利为目的,在做市过程中难免会出现提高买卖价差、不适当干预等道德风险,甚至出现利用信息不对称操纵股价等违法行为。因此,1934 年美国《证券交易法》针对做市商进行做市交易的必要性及合理性,做市商在做市过程中的行为约束以及信息披露等方面确立了监管原则。目前纽交所证券交易仍以竞价交易制度为主,在证券市场出现极端单边波动或者某种证券流动性匮乏时,为了保证证券市场或者某种证券的流动性及价格稳定性,做市商进行做市交易,因此纽交所实行的是做市商制度与竞价交易制度相结合的混合交易制度。

由于垄断性做市商制度存在明显缺陷,全球大多数国家的证券市场采用竞争性做市商制度。

2.3.2. 纳斯达克——竞争性做市商制度

作为全球最成功的创业板市场,纳斯达克自 1971 年成立之初就实行做市商制度。

纳斯达克的做市商制度要求单一证券必须由多家做市商做市,投资者可以根据做市商的报价,选择价格最低的买入,选择价格最高的卖出,这就造成做市商为争夺业务资源而产生激烈的竞争,因此被称为竞争性做市商制度,又被称为多元做市商制度。

纳斯达克做市商的主要职责包括持续双边报价、买卖价差必须保持在规定的最大限额之内

等。为了保持做市商之间的报价竞争，纳斯达克对做市资格的管理较为宽松，只需满足最低净资本要求以及拥有必备的做市交易系统等。目前纳斯达克单一证券少则需要几家，多则拥有几十家做市商以保证其交易的连续性与稳定性。

纳斯达克的竞争性做市制度在很大程度上避免了垄断性做市商制度较易出现的提高买卖价差、不当干预甚至操纵股价等问题。但由于中小市值公司做市商数量相对较少，仍有可能存在做市商合谋损害投资者利益的可能。除设置最大买卖价差为 5%，对违规做市进行处罚等监管措施外，1997 年纳斯达克引入投资者报价机制，客户通过电子交易系统发布的交易指令可以不经过做市商而直接成交，最终形成了与纽交所一致的做市商制度与竞价交易制度相结合的混合交易制度。

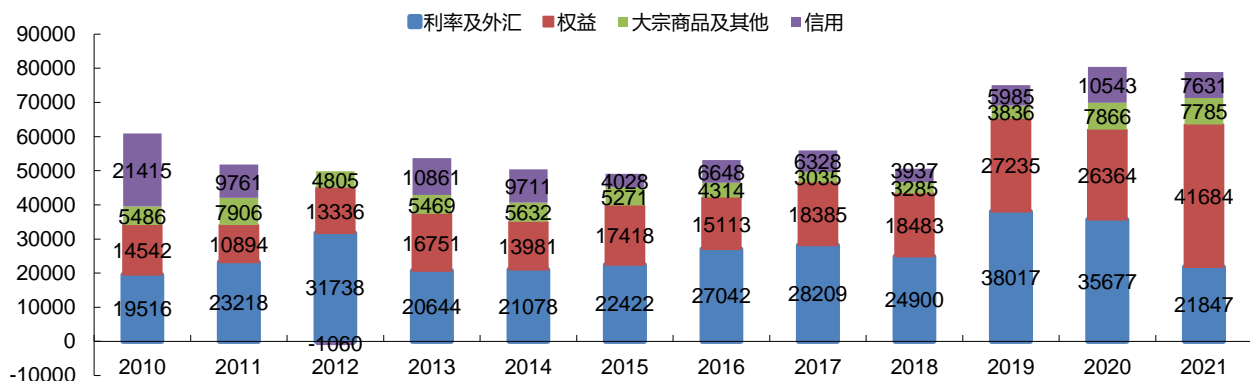
纳斯达克的混合交易制度与纽交所最大的不同在于做市商制度类型的不同。

2.3.3. 美国做市交易业务发展较为成熟

美国做市商准入门槛低，参与者众多。以纳斯达克为例，普通做市商仅需成为纳斯达克的会员，并根据做市证券的种类和数量满足一定的财务及净资本要求；成为主做市商还需满足能维持最优买入及卖出报价、使个别交易价差与平均交易价差相关、某证券三分钟内无成交的情况下保持更新频率中的两项，准入门槛较低，因此纳斯达克做市商不仅包括高盛集团、摩根大通、摩根士丹利等综合性大型投行，也包括沃途金融等专业性投行以及大量中小型机构，总数超过 500 家。

美国金融市场发达，做市品种丰富。美国拥有领先全球的证券市场、衍生品市场、大宗商品市场、外汇交易市场以及银行间市场，为做市商提供多层次、跨市场、多品种的做市服务创造了优良的外部环境。根据美国货币监理署（OCC）的统计，美国商业银行控股公司交易类收入主要由利率、外汇、权益、大宗商品及其他、信用五大部分组成。2021 年交易类收入总额为 789.46 亿美元，利率、外汇、权益、大宗商品及其他、信用交易收入占比分别为 1.8%、25.9%、52.8%、9.9%、9.7%。其中，权益类交易收入占比 2013 年以来始终保持在 30% 以上，2021 年大幅提升至 52.8%，是美国做市交易业务的主战场。

图 3：2010-2021 年美国商业银行控股公司交易收入及结构（单位：百万美元）

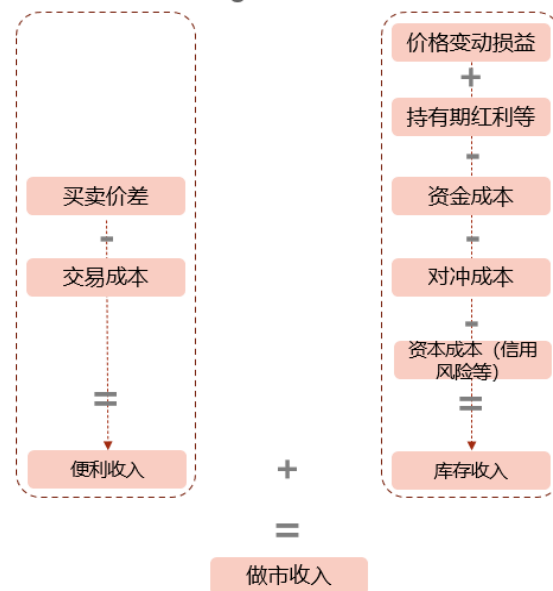


资料来源：OCC、中原证券

2.3.4. 美国做市交易业务收入稳定、去方向化

美国的做市交易业务收入由便利收入（Facilitation Revenues）和库存收入（Inventory Revenues）两部分组成。其中做市商双向报价的买卖价差扣除交易成本后即为便利收入，也是我们熟知的价差收入；库存收入为做市商持有证券价格变动产生的损益以及股利等收益，扣除资金成本（融资成本）、为降低风险敞口利用衍生品对冲所产生的成本、为减少交易对手方风险以及信用风险所产生的资本成本等。理论上，做市商的库存证券会被完全对冲，库存证券风险中性，做市商能够无风险的获得价差收入，因此做市交易业务收入稳定，且去方向化。实际操作中，做市商虽然无法对库存的一揽子证券进行完全有效对冲，但风险敞口也较小，库存收入的波动性往往显著低于自营业务收入，做市交易业务收入整体的稳定性依然较强，且方向化的特征并不明显。

图 4：美国做市交易业务收入构成示意图



资料来源：CGFS Study Group、中原证券

2.3.5. 做市交易业务已成为美国大型投行的核心业务之一

1975 年美国实施佣金自由化以及允许商业银行及银行控股公司通过收购或创立子公司方式进入证券行业，使得美国证券行业竞争逐渐加剧，迫使美国投行进入探索收入多元化的时代。基于资本实力和机构客户资源方面的优势，美国大型投行逐步将业务重心由传统的零售经纪业务向以投资交易为代表的重资产业务和以投行为代表的机构业务转变。由于做市交易业务收入稳定，且不具备明显的方向性，逐步成为美国大型投行重资产业务开展的重心。

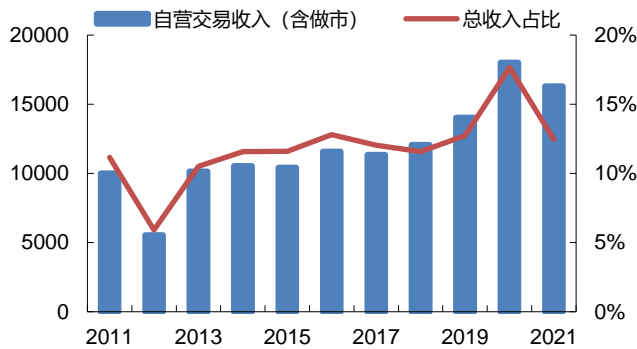
同时，伴随着美国金融市场向多层次、多维度纵深成长，做市交易业务已成为美国大型投行重要的收入来源之一。根据美国货币监理署（OCC）的统计，截至 2021Q4，利率、外汇、权益、大宗商品及其他、信用五大衍生品交易收入排名前四位的美国投行分别为摩根大通、高盛集团、花旗集团、美国银行。

其中，摩根大通 2021 年实现自营交易收入（含做市）163.04 亿美元，占总营业收入的比重

为 12.45%。由于摩根大通贷款类利息收入占比较大，自营交易收入占总营收比重相对较低，但总体呈现缓慢提高的趋势。

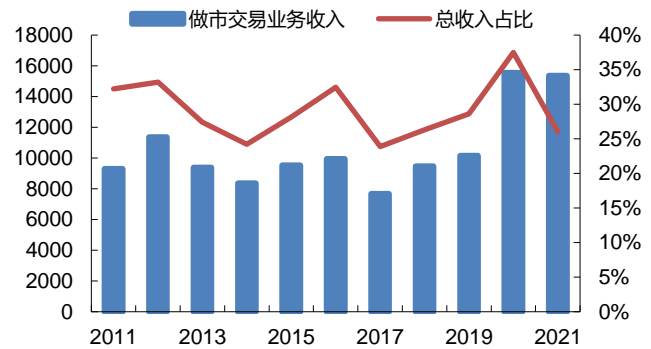
高盛集团 2021 年实现做市交易业务收入 153.52 亿美元，占总营收的比重为 26.03%。高盛集团做市业务收入长期占据总营收的三成左右，已成为其最大的业务收入来源，其次是投资银行业务。

图 5：摩根大通自营交易收入（百万美元）及占比



资料来源：摩根大通年报、中原证券

图 6：高盛集团做市交易收入（百万美元）及占比

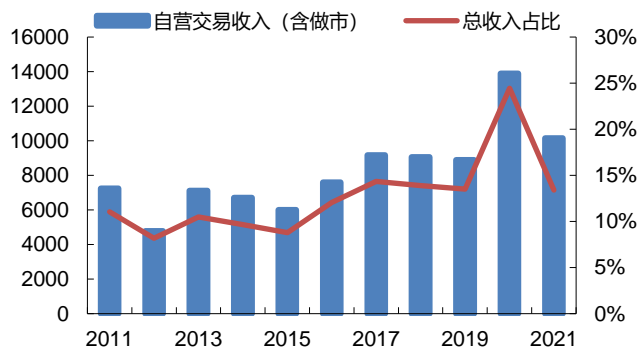


资料来源：高盛集团年报、中原证券

花旗集团 2021 年实现自营交易收入(含做市)101.54 亿美元，占总营收的比重为 13.42%。与摩根大通类似，花旗集团的营收也以贷款类利息收入等商业银行业务为主，但自营交易收入(含做市)占比整体也呈现逐步提高的趋势，2020 年收入占比一度超过 20%。

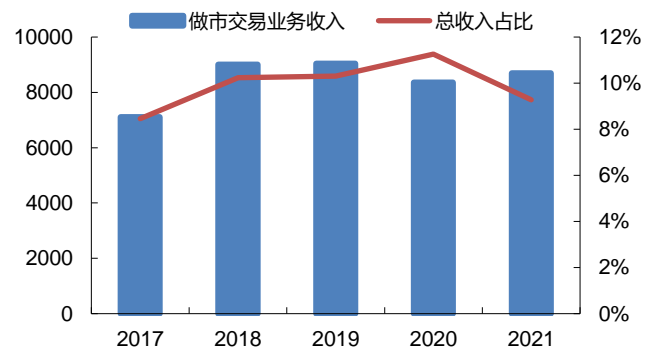
美国银行 2021 年实现做市交易业务收入 86.91 亿美元，占总营收的比重为 9.27%。美国银行自 2019 年开始（并回溯 2 年）在合并利润表中具体列示做市业务收入金额，目前收入占比相较其他三家公司略低。

图 7：花旗集团自营交易收入（百万美元）及占比



资料来源：花旗集团年报、中原证券

图 8：美国银行做市交易收入（百万美元）及占比



资料来源：美国银行年报、中原证券

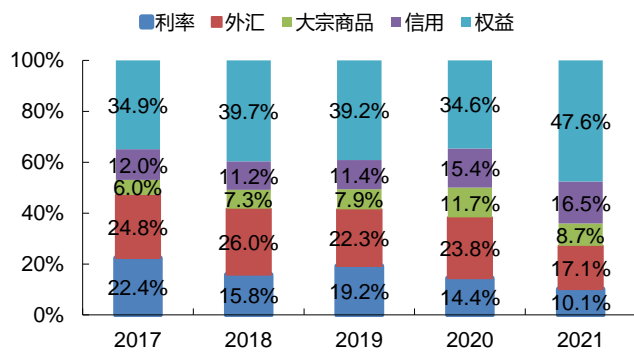
2.3.6. 美国大型投行的做市交易业务各具特色

从大类资产分类看，美国大型投行做市交易业务的布局各有不同。集团在利率、外汇、大宗商品、信用等 FICC 类资产自营交易收入（含做市）总计占比显著高于权益类做市业务收入占比，2017-2021 年分别达到 94.1%、85.0%、90.9%、90.3%、78.4%；此外，摩根大通

FICC 类资产自营交易收入（含做市）占比也稳定在 50% 以上。高盛集团更侧重于权益类资产的做市，权益类做市业务收入绝对金额领先于其他三家大型投行，收入金额与收入占比呈现出与权益类资产特征类似的相对高波动性。美国银行近年来在权益类资产做市方面持续发力，收入金额及收入占比总体呈现提高的态势。

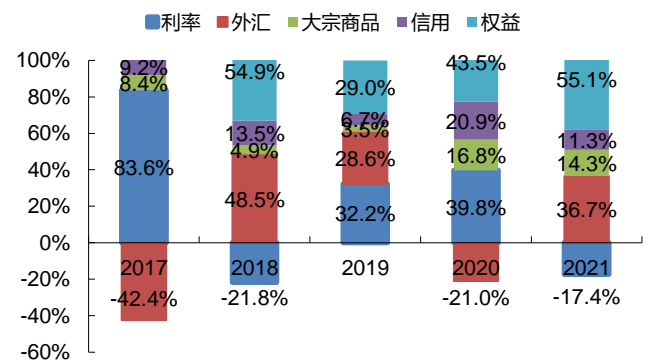
从细分领域看，美国大型投行做市交易业务的聚焦点各有不同。花旗集团自营交易（含做市）更加聚焦于利率、外汇两个细分领域，2017-2021 年，其利率交易（含做市）收入占比分别为 59.3%、58.1%、43.1%、40.1%、27.5%；外汇交易（含做市）收入占比分别为 27.2%、15.7%、43.3%、29.9%、38.3%，商业银行的特征较为显著。高盛集团则更加聚焦权益与大宗商品，2017-2021 年，其权益类做市业务收入分别为 41.3%、54.9%、29.0%、43.5%、55.1%；大宗商品做市收入占比分别为 8.4%、4.9%、3.5%、16.8%、14.3%，且各细分领域做市收入金额波动较大，券商的特征较为显著。此外，摩根大通与美国银行在外汇、信用、权益领域的收入占比较高。

图 9：摩根大通自营交易业务（含做市）收入结构



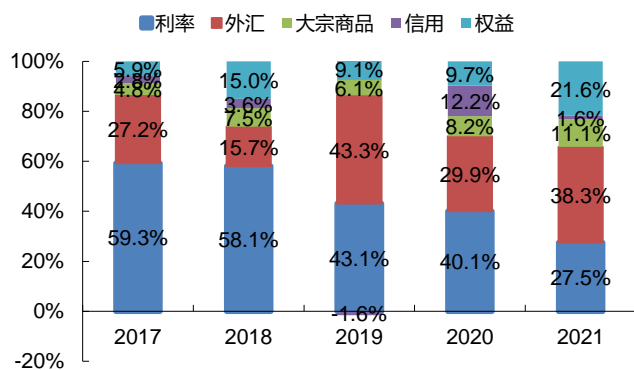
资料来源：摩根大通年报、中原证券

图 10：高盛集团做市交易业务收入结构



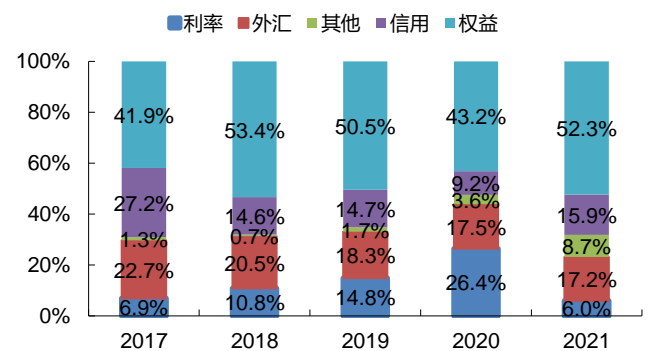
资料来源：高盛集团年报、中原证券

图 11：花旗集团自营交易业务（含做市）收入结构



资料来源：花旗集团年报、中原证券

图 12：美国银行做市交易业务收入结构



资料来源：美国银行年报、中原证券

2.3.7. 专业投行在美国做市交易领域表现极为出彩

城堡证券 (Citadel Securities)。城堡证券成立于 2002 年，目前在超过 35 个国家/地区提

供做市服务，涵盖股票和期权，固定收益、外汇及大宗商品（FICC）。城堡证券旨在降低交易成本，帮助满足资产管理公司、银行、经纪交易商、对冲基金、政府机构和公共养老金计划的流动性需求。2022年1月11日，城堡证券完成11.5亿美元少数股东权益投资，红杉资本领投，估值达到220亿美元，标志着2022年全球第一支超级独角兽诞生。根据彭博的相关报道，城堡证券基于交易的净营收额已由2016年的不足20亿美元，增长至2021年的70亿美元，这家专注于做市交易领域的专业投行展现出优异的成长性。

股票和期权方面，城堡证券通过自动股票交易平台交易8900多只在美上市的证券，约占美国股票交易量的25%，同时还交易超过16000只的场外证券，完成了大约35%的美国证券零售交易量，并成为美国最大的批发做市商。城堡证券担任4000多个美国上市期权合约的专家或做市商，是美国主要期权交易所排名第一的流动性提供商。

固定收益、外汇及大宗商品（FICC）方面，城堡证券是彭博和Tradeweb上美元和欧元利率掉期方面的领先做市商；利用量化和风险管理能力，通过系统性和高接触性的产品，在买卖不活跃以及前期发行的美国国债方面为客户提供深度服务；是现货外汇领域的领先做市商，覆盖十国集团（G10）和新兴市场货币；是主要买方信贷违约掉期指数（CDX）交易平台彭博SEF上的顶级流动性提供商；通过差异化的FICC做市平台直接面向客户提供流动性解决方案，与超过500家全球机构客户进行交易。

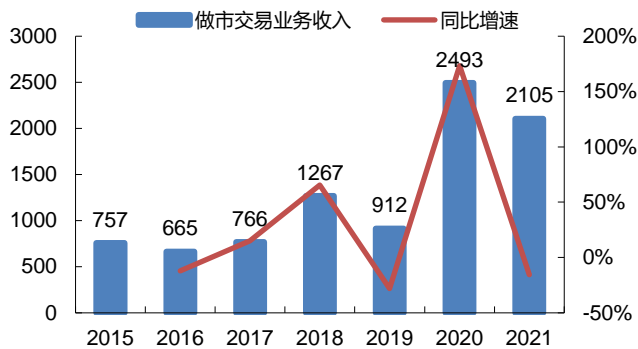
城堡证券通过各种演算法和智能买卖盘传递（Smart Order Routing）工具提供了进入现金股票市场的电子途径。公司盈利主要靠买卖价差，从低手续费甚至零手续费的经纪商，例如嘉信理财（Charles Schwab）、富达（Fidelity）、罗宾汉（Robinhood）接收零售客户的交易流，并分析每单交易信息，计算如何将海量报价在不同市场环境下通过电子化的方式最优撮合成交，以实现盈利最大化。虽然每单价差微薄，通常只有几美分，但积沙成塔，每天上百万单的交易也能够实现非常可观的收益。

城堡证券的核心竞争力在于其领先市场的算法交易。算法交易的基础是各种演算法，涵盖了价格或波动率预测、订单分析、订单撮合、订单成交的全过程，旨在通过不断优化落盘和获取主要流动资金来实现效率的最大化。同时，有效算法实现的保障是具备强大的超快速计算能力、数据处理能力以及高频的电子交易系统集成能力。目前城堡证券汇集了数学、工程、金融等多领域的优秀人才，拥有超过160名博士，包括超过60%的量化研究员，32名国际数学、信息学、物理奥林匹克竞赛获奖者和普特南研究员为其工作。

沃途金融（Virtu Financial）。沃途金融成立于2008年，2015年在纳斯达克上市，是一家面向全球金融市场的技术驱动型做市商，流动性供应商，目前在全球37个国家超过235个场所为25000多种证券提供具有竞争力的做市业务服务。作为专业投行，沃途金融只有做市交易及客户技术服务两大业务，其中，做市交易业务又包括零售客户做市与流动性定制，覆盖权益及FICC类产品。2015-2021年，沃途金融的营业收入由15.4亿美元增长至25.92亿美元；其中，做市交易业务收入由7.57亿美元增长至21.05亿美元，年复合增长率达到18.58%，同样显示出良好的成长性。从收入结构看，做市交易业务是沃途金融最主要的收入来源，虽有波

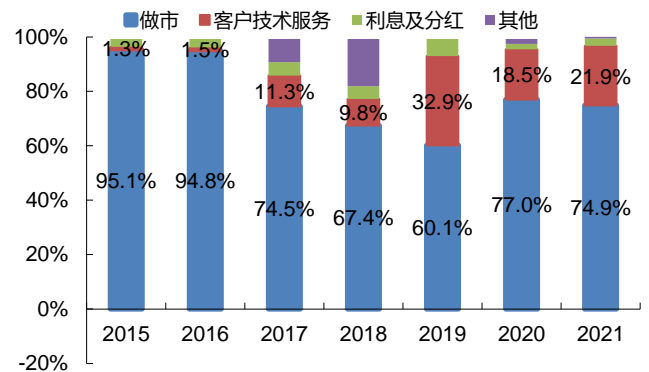
动但整体保持在 70% 以上；客户服务业务收入占比近年来明显提高。

图 13：沃途金融做市业务收入（百万美元）



资料来源：沃途金融年报、中原证券

图 14：沃途金融收入结构



资料来源：沃途金融年报、中原证券

零售客户做市方面，沃途金融对接美国数以百计的经纪交易商，处理大约 25% 的美国散户投资者的交易订单，并依靠领先的市场份额帮助投资者解决中小市值公司的流动性问题。公司拥有专业化的做市平台，善于处理大宗交易、特殊客户订单以及受突发事件影响的股票交易问题。

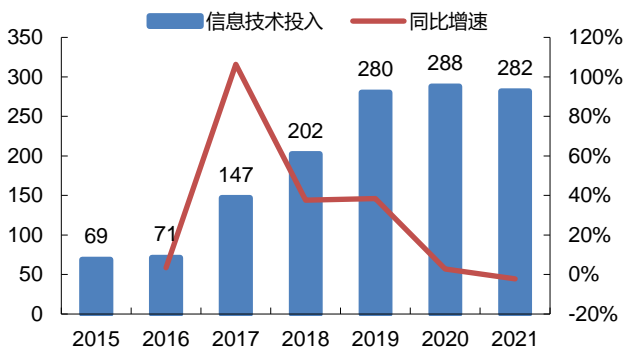
流动性定制方面，沃途金融在全球股票、ETF、固定收益、大宗商品和外汇等领域为客户提供定制化服务，并能够作为单一对手方，为客户提供业内最优的报价及交易服务，旨在最大限度的减少市场影响，提高交易效率降低交易成本。

客户技术服务业务方面，沃途金融提供具备最优策略的定制化方案，以提高客户的投资回报并有效降低跨资产风险。定制化方案包括交易服务、交易终端服务、寻找交易对手以及交易分析服务。交易服务包括高频交易、电子化交易、投资组合交易以及 ETF 交易；交易终端服务包括为客户提供连接到 600 多家经纪商及第三方交易平台的金融通信网络，多资产、多交易商的双边报价平台，基于算法的量化交易平台等多类型集成交易终端；依靠公司市场领先的技术和全球机构交易团队为客户寻找交易对手，并保持匿名以最小化市场影响；交易分析服务包括算法、模型、投资组合优化、交易成本分析、数据库等一揽子分析解决方案。

与城堡证券类似，沃途金融通过向低手续费或零手续费经纪商购买订单流，并利用领先的算法技术分析订单信息，并计算得出最优双边报价及撮合方案，最终实现价差收入的最大化。在此过程中，算法的演进、计算机软硬件更新等信息技术的投入是必不可少的。根据沃途金融年报，2015-2021 年公司通信及数据处理、无形资产及软件费用摊销由 0.69 亿美元增长至 2.82 亿美元，年复合增长率为 26.46%，高于做市交易业务收入增幅 18.58% 的水平。

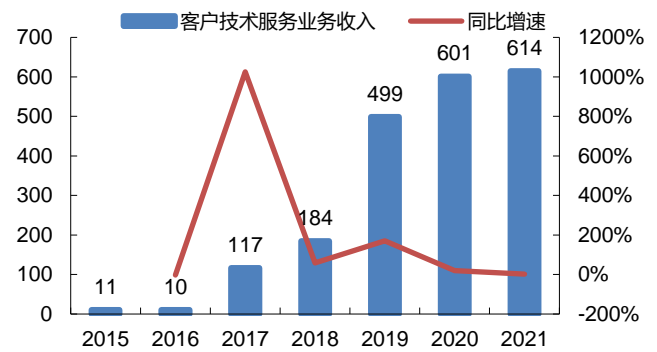
此外，沃途金融通过向专业投资机构输出技术服务寻求新的营收增长点。2015-2021 年，沃途金融客户技术服务业务收入由 0.11 亿美元大幅增长至 6.14 亿美元，且业务收入的稳定性明显优于做市交易业务。沃途金融通过超算及数据处理、高频电子交易等金融科技构筑业务壁垒，并将技术输出给第三方机构增加营收反哺技术研发，进一步巩固了公司做市交易业务在美国的领先地位。

图 15: 沃途金融信息技术投入 (百万美元)



资料来源: 沃途金融年报、中原证券

图 16: 沃途金融科技服务收入 (百万美元)



资料来源: 沃途金融年报、中原证券

2.4. 美国做市商制度与做市交易业务的启示

2.4.1. 竞争性做市商制度及混合交易制度应为最优解

与竞价交易制度相对公开透明不同, 单纯的做市商制度也存在问题。由于做市商做市以盈利为目的, 垄断性做市商制度在做市过程中更易出现提高买卖价差、不适当干预等道德风险, 甚至出现利用信息不对称操纵股价等违法行为。竞争性做市商制度要求做市商之间进行双边报价竞争以争取客户资源, 在很大程度上避免了垄断性做市商制度的缺陷, 相较之下更优。但如果标的股票的做市商数量较少且实力较强, 易出现寡头垄断的现象, 易出现合谋损害投资者利益的问题, 且通常该类行为的监管难度较高。因此, 国外成熟资本市场大多采用做市商制度与竞价交易制度并行的混合交易制度。

本次科创板做市交易正式实施后, 实行的即为在竞价交易制度基础上引入竞争性做市商机制的混合交易制度, 是全面推动科创板高质量发展, 建设有中国特色资本市场的又一有益实践。在混合交易制度下, 投资者既可以通过经纪商的交易系统直接交易, 也可以在缺乏足够流动性时与做市商进行交易, 经纪商与做市商协同配合共同促成市场交易的达成, 有助于缩小价差、减少潜在不良行为、提高证券市场的有效性。

表 8: 做市商制度、竞价交易制度与混合交易制度的对比

	做市商制度	竞价交易制度	混合交易制度
价格形成方式	做市商在最大买卖价差之间报价	集合竞价、连续竞价	做市商在最大买卖价差之间, 以竞价结果为核心报价
主要优势	提升股票流动性 增强市场韧性、抑制过度投机 促进价值发现	交易透明度高 交易成本相对低	两者兼备
存在的问题	交易透明度相对低 交易成本相对较高 做市商存在道德风险	在市场缺乏流动性时交易效率低 更易出现极端波动 短时期内更易出现股价操纵	
券商收入类型	佣金+做市价差收入	佣金收入	佣金+做市价差收入

资料来源: 中原证券

2.4.2. 资本实力是开展做市交易业务的基础

由于做市商在开展做市交易业务的过程中需要双边报价，因此既要维持一定的现货持仓以应对客户买入需求，也要维持一定的现金准备以应对客户的卖出需求；同时，对现货持仓进行对冲交易操作也需要付出一定的衍生品费用；为应对市场出现单边行情甚至极端波动时还需要额外的资金准备。因此，做市交易业务对券商资本实力及全面风险管理能力的要求较高，是典型的重资产业务，更加适合大型券商开展，从美国利率、外汇、权益、大宗商品及其他、信用五大衍生品交易收入排名前四位的公司均为大型投行可见一斑。

近年来，随着两融、自营、另类、科创板跟投等重资产业务的迅猛发展，我国证券行业规模化经营的发展趋势已经十分明确，行业的盈利模式由传统通道类轻资产模式向“轻、重并举”转型，资本实力成为证券公司实现做大做强的核心要素。与美国大型投行相比，我国券商仍存在资本实力相对不足的短板(截至2021年底行业龙头中信证券的净资产仅为高盛集团的三成)，未来仍需通过各种方式持续增强资本实力以有效把握各类重资产业务蓬勃发展所带来的公司成长机遇。

2.4.3. 我国做市交易的品种尚待不断完善，准入门槛有待降低

我国金融市场起步较晚，在市场层次和产品种类等多方面与美国相比存在较大差距，特别是衍生品和 FICC 等能够供给丰富做市产品的领域，整体发展程度还较为落后。但随着我国金融市场建设的不断深入，目前已逐步在部分细分领域开展了做市交易业务的有益尝试。

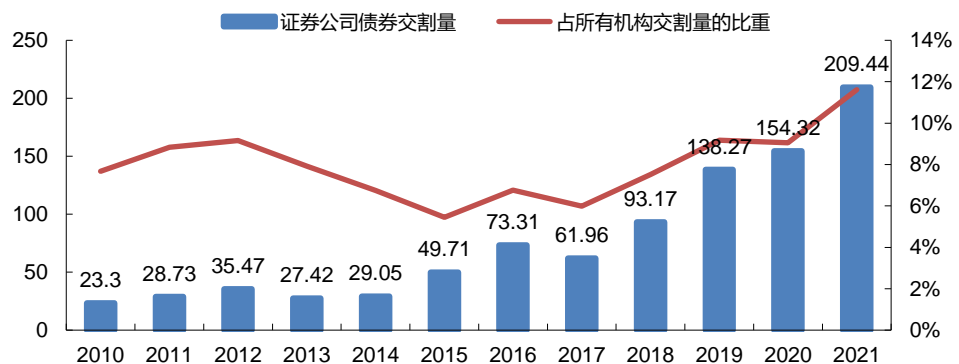
银行间债券市场做市业务。银行间债券市场作为最大的债券二级市场，于2001年引入了做市商制度，是我国金融市场最早开展做市业务的领域。长期以来，银行间债券市场做市业务由银行主导，2010年前仅中信证券、国泰君安、中金公司三家券商参与，券商准入门槛高。2014年6月，全国银行间同业拆借中心发布《银行间债券市场尝试做市业务规程》后，做市商得以不断扩容。截至目前，共93家金融机构获批银行间做市业务资格，其中银行有60家，券商有33家，其中既包括头部券商，也包括大量中小券商，甚至外资券商，准入门槛相较2010年前出现显著降低。从债券交割量来看，2021年证券公司债券交割量达到209.44万亿元，较2010年的23.3万亿元增幅显著，特别是近年来呈现快速增长的态势；证券公司债券交割量占所有机构交割量的比重在2015年后也出现震荡走高的趋势，并于2021年历史首次突破10%，达到11.61%。

表 9：银行间债券市场现券证券公司做市商名单

做市券商	做市类型	做市券商	做市类型	做市券商	做市类型
安信证券	综合类	国金证券	综合类	申港证券	综合类
渤海证券	综合类	国泰君安	综合类	申万宏源	综合类
财信证券	信用债专项	国信证券	综合类	天风证券	综合类
长江证券	信用债专项	华创证券	综合类	万联证券	综合类
第一创业	综合类	华林证券	综合类	五矿证券	信用债专项
东北证券	综合类	华泰证券	综合类	招商证券	综合类
东方证券	综合类	华西证券	综合类	浙商证券	综合类
东海证券	综合类	民生证券	综合类	中金公司	综合类
东兴证券	综合类	平安证券	综合类	银河证券	综合类
广发证券	综合类	瑞银证券	利率债专项	中信建投	综合类
国海证券	综合类	山西证券	综合类	中信证券	综合类

资料来源：中国银行间市场交易商协会、中原证券

图 17：2010-2021 年证券公司债券交割量（万亿元）及占所有机构交割量的比重



资料来源：Wind、中原证券

2022 年 1 月，沪、深交易所发布交易所债券交易规则，并于 4 月 25 日施行，明确引入竞买成交机制、建立债券做市商机制的混合交易制度。作为仅次于美国的全球第二大债券市场，未来我国券商在固定收益业务领域的做市前景值得看好，并有望在券商做市交易业务中占据重要的地位。

商品期货及其衍生品做市业务。商品期货属于小众市场，为解决我国期货市场长期存在的合约不连续、近月不活跃的问题，2017 年开始我国期货市场开始探索引入做市商制度。截至目前我国已上市交易的商品期货品种达 64 个，其中 55 个引入了做市商交易，券商以期货子公司、期货子公司控股的大宗商品风险管理公司为主要载体参与到各商品期货合约的做市中。2021 年我国商品期货市场成交总金额（名义本金）为 428.15 万亿元，创历史新高，较 2014 年增逾 2 倍。虽然目前我国期货市场总体成交已位居全球前列，但交易所鼓励做市商在远月合约进行做市，远月合约成交量与主力合约相比存在较大差距。我国场内商品期货期权市场起步较晚，自上市之初即同步引入了做市商制度。截至目前我国以商品期货为标的的期权品种已达 25 个，

成交金额(名义本金)由 2017 年的 38.25 亿元增至 2021 年的 2627.76 亿元,增幅较为迅猛,但绝对量依然较小。

由于商品期货及其衍生品做市对专业性及风控要求高,从参与做市的券商结构看,头部券商为主、中小券商为辅的特征较为明显。中小券商中,财通证券、浙商证券地处浙江省,衍生品交投活跃;五矿证券股东背景与大宗商品关系紧密,其他中小券商更多专注于个别细分领域,准入门槛较高。

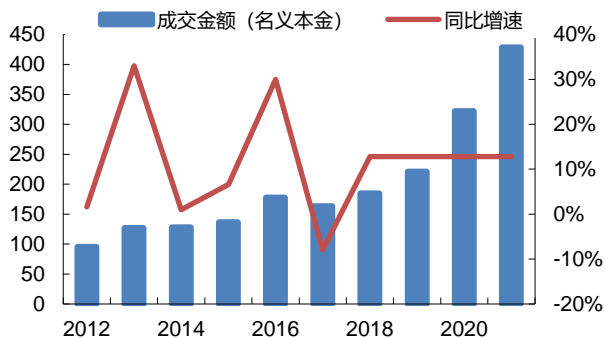
虽然近年来我国商品期货、期货期权市场快速发展,上市品种不断丰富,市场规模与交易量显著增长,但与美国全球领先的芝加哥商品交易所、纳斯达克等市场相比,现阶段我国场内商品及其衍生品市场在产品层次、实体企业和专业投资者参与度、制度完善度和系统鲁棒性等方面都存在差距,我国券商在 FICC 领域的做市交易业务仍有较长的路要走。

表 10: 上期所、上期能源、大商所、郑商所部分期货及期权做市商(以母公司名称列示)

交易所	期货/期权种类	做市券商名单
上期所	螺纹钢	财通证券、安信证券、东方证券、申万宏源、五矿证券、招商证券、国海证券、东吴证券、中国银河、海通证券、国泰君安、中信建投、华泰证券
上期所	天然橡胶	安信证券、浙商证券、申万宏源、招商证券、中信证券、山西证券、国泰君安、中原证券、长江证券、兴业证券、东北证券
上期所	铜期权	中泰证券、中信证券、中国银河、招商证券、浙商证券、东方证券、国泰君安、五矿证券、国海证券、中金公司
上期能源	原油	财通证券、安信证券、东方证券、浙商证券、中信证券、申万宏源、招商证券、国海证券、中泰证券、国泰君安、东吴证券
大商所	豆粕	山西证券、国海证券、安信证券、中泰证券、海通证券、方正证券、申万宏源、中国银河、浙商证券
大商所	豆粕期权	华泰证券、海通证券、招商证券、浙商证券、中国银河、财通证券、中泰证券、中信证券、五矿证券
郑商所	PTA	国海证券、方正证券、财通证券、中信证券、光大证券、申万宏源、五矿证券、招商证券、东方证券、华西证券、浙商证券、中信建投
郑商所	PTA 期权	国泰君安、华泰证券、申万宏源、中国银河、招商证券、浙商证券、中信证券、中信建投、中金公司、东方证券、华西证券

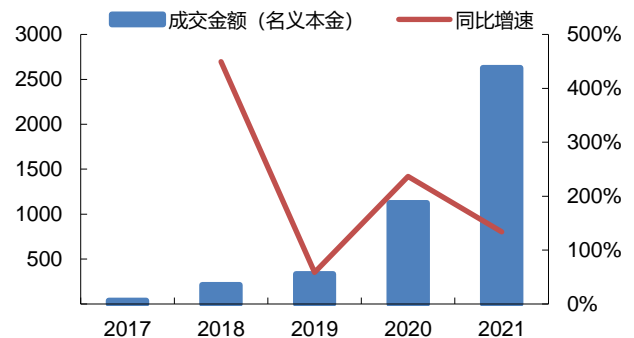
资料来源:上海期货交易所、上海国际能源交易中心、大连商品交易所、郑州商品交易所、中原证券

图 18: 商品期货交易金额(名义本金,万亿元)



资料来源:中国期货业协会、中原证券

图 19: 商品期货期权交易金额(名义本金,亿元)



资料来源:中国期货业协会、中原证券

金融期货及其衍生品做市业务。股指期货方面，2015 是我国股指期货发展的分水岭，当年股指期货名义成交金额一度超过期货市场总名义成交金额的 80%。但由于市场出现大幅波动，股指期货进入监管整顿期，在交易保证金、日内交易手数以及手续费等方面进行了严格的限制。以后虽然经历数次松绑，但至今仍未完全放开；近年来股指期货名义成交金额虽然有所恢复，但较巅峰时期仍相距甚远。截至目前，股指期货尚未实行做市商制度。

国债期货方面，作为利率衍生品，国债期货专业性强、技术门槛高，主要是机构投资者参与。为提升流动性、提高定价效率，国债期货于 2019 年引入了做市商机制。截至目前国债期货共有 8 家主做市商、4 家一般做市商、1 家预备做市商，头部券商为主、中小券商为辅的特征较为明显，准入门槛较高。自国债期货实行做市商制度后，名义成交金额由 2019 年的 14.82 万亿元快速增长至 2020 年、2021 年的 26.37 万亿元、27.51 万亿元。随着我国国债期货品种的不断完善、交易的持续活跃，能够为风控制度完善、研究定价能力强的券商提供更加广阔的利率衍生品做市舞台。

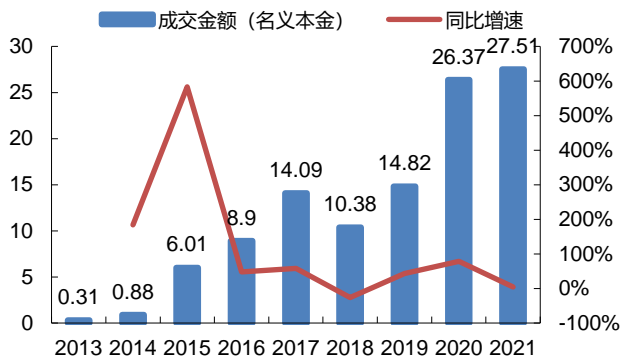
期权方面，目前我国金融期权类衍生品种类较少，自 2015 年上证 50ETF 期权上市后，后续仅有沪、深交所沪深 300ETF 期权、沪深 300 股指期权、中证 500ETF 期权推出，说明监管层对于金融期权相关衍生品的发展较为审慎。目前上述 5 个金融期权产品均实行了做市商制度。从获批做市商资格的券商看，头部券商占据主导，仅有个别中小券商入围，准入门槛较高。虽然我国金融期权起步时间较晚，但交易活跃度快速提升，以中金所沪深 300 股指期权为例，2019 年上市当年名义成交金额仅为 13.02 亿元，2021 年已增至 2486.16 亿元，显示我国权益类市场各类参与主体对于风险管理、套利甚至投机交易的旺盛需求。此外，沪、深交所均发布过有关个股期权的业务规则及指引文件，可以预见，作为权益市场中介服务的主力军，我国券商未来在场内金融期权衍生品这个巨大的蓝海市场将大有可为。

表 11：国债期货及部分期权做市商（以母公司名称列示）

交易所	期货/期权种类	做市券商名单
中金所	国债期货	主做市商： 招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、申万宏源、天风证券、中国银河、国金证券 一般做市商： 国泰君安、中金公司、中信建投、中泰证券 预备做市商： 平安证券
上交所	沪深 300ETF 期权	主做市商： 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券 一般做市商： 长江证券、西部证券、中国银河、财通证券、浙商证券、中金公司
上交所	中证 500ETF 期权	主做市商： 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券 一般做市商： 长江证券、西部证券、中国银河、财通证券、中金公司
中金所	沪深 300 股指期权	主做市商： 招商证券、中信证券、国泰君安、东方证券、西部证券、光大证券、中信建投、海通证券、国信证券、中国银河、浙商证券、华泰证券、中泰证券、申万宏源、

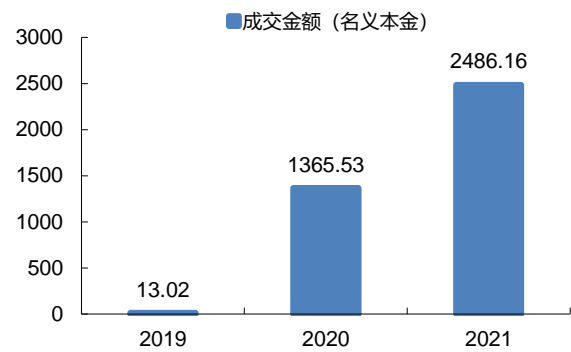
资料来源：中国金融期货交易所、上海证券交易所、中原证券

图 20: 国债期货交易金额(名义本金, 万亿元)



资料来源: 中国期货业协会、中原证券

图 21: 沪深 300 股指期权交易金额(名义本金, 亿元)



资料来源: 中国期货业协会、中原证券

交易所基金做市业务。随着 ETF 在全球市场的蓬勃发展, 近年来我国 ETF 规模也呈现快速增长。截至 2022 年 10 月底, 沪、深交易所共上市 746 只各类 ETF, 由股票型、债券型、货币型、商品型、跨境型构成, 资产净值合计达到 1.49 万亿元, 较 2015 年底的 4731 亿元增逾 2 倍。其中, 上交所 ETF 资产净值合计占比 78.43%, 深交所 ETF 资产净值合计占比 21.54%。

为改善 ETF 产品的流动性, 增强 ETF 产品的竞争力, 提高投资者的交易体验, 2012 年、2018 年沪、深交易所分别发布《交易型开放式指数基金流动性服务业务指引》, 我国 ETF 市场正式引入做市商制度。截至 2022 年 10 月, 上交所共批准 29 家券商(包括 17 家主做市商和 12 家一般做市商, 上交所在资格管理、评价等方面对主做市商的要求高于一般做市商, 同时给予主做市商适当激励), 深交所共批准 10 家券商成为交易所基金做市商, 其中既包括头部券商, 也包括部分中小券商以及外资券商, 整体覆盖面较广, 但绝对数量仍较少, 准入门槛相较银行间债券市场做市要高, 相较期货期权等衍生品做市要略低。截至 2022 年 10 月底, 全市场 746 只 ETF 中共 690 只已引入做市商, 占比达到 92.49%; 引入 3 家及以上做市商的达到 560 只。作为在科创板引入做市商机制前为数不多的权益类细分领域, 交易所 ETF 市场已成为我国券商探索在权益类产品开展做市交易业务的主阵地。

表 12: 沪、深交易所基金做市商名单

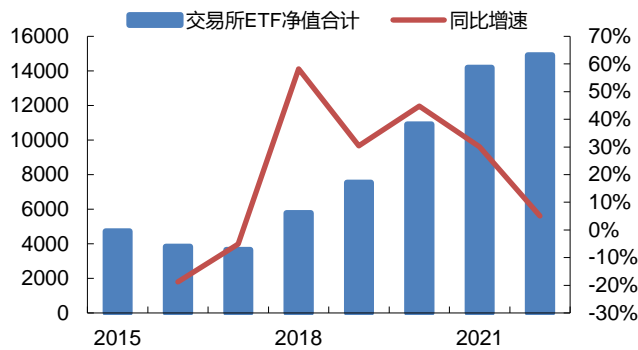
做市商名单	
上交所	<p>主做市商: 东方证券、东海证券、方正证券、广发证券、国盛证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、平安证券、申万宏源、粤开证券、招商证券、中金公司、中国银河、中泰证券、中信建投、中信证券</p> <p>一般做市商: 长城证券、长江证券、东兴证券、东莞证券、光大证券、国新证券、国信证券、华安证券、太平洋、西部证券、兴业证券、野村东方国际证券</p>
深交所	<p>华泰证券、东方证券、广发证券、申万宏源、招商证券、中国银河、方正证券、中金公司、平安证券、中信证券</p>

资料来源: 上海证券交易所、深圳证券交易所、中原证券

我国公开募集基础设施证券投资基金是指依法向社会投资者公开募集资金形成基金财产, 通过基础设施资产支持证券等特殊目的载体持有基础设施项目, 由基金管理人等主动管理运营上述基础设施项目, 并将产生的绝大部分收益分配给投资者的标准化金融产品。公募 REITs 采

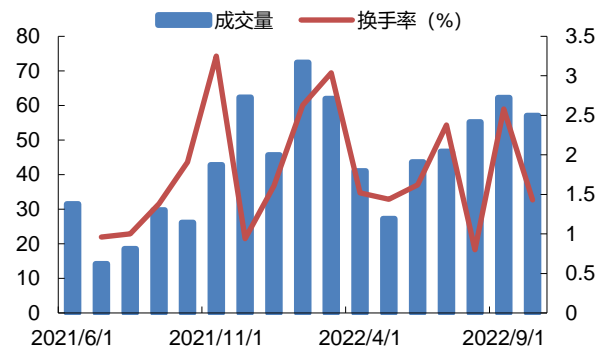
取封闭式运作,不开放申购赎回,只能在交易所上市后交易,具有股债双层属性。由于公募 REITs 属于我国交易所基金新的产品种类,叠加参与方以中长期持有的机构投资者为主,为解决潜在的流动性问题,沪、深交易所在首批公募 REITs 上市之前,前瞻性的引入了做市商机制,即要求在基础设施基金上市期间,基金管理人原则上应当选定不少于 1 家流动性服务商为基础设施基金提供双边报价等服务。从目前已上市交易公募 REITs 的做市商看,以头部券商为主,准入门槛较高。虽然公募 REITs 自 2021 年 6 月上市交易至今整体体量还较小,但仍能为我国券商在以机构投资者为主导的创新型金融产品的做市交易业务提供宝贵经验。

图 22: 交易所 ETF 净值(亿元)及同比增速



资料来源: Wind、中原证券

图 23: 公募 REITs 月成交量(亿元)及换手率

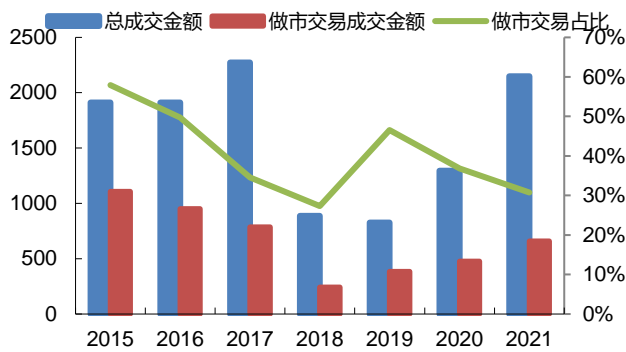


资料来源: Wind、中原证券

新三板做市业务。新三板挂牌企业偏早期,普遍存在规模小、盈利能力弱等问题,叠加投资者门槛高,新三板长期以来面临流动性不足的问题。2014 年新三板引入做市商制度,流动性一度出现明显改善,但受制于权益市场行情,新三板的总成交金额以及做市交易成交金额波动较大。新三板做市交易成交金额在做市制度引入后的首年,即 2015 年达到最高的 1106.75 亿元,之后便持续下降,并于 2018 年创 242.57 亿元的低点,2019-2021 年出现缓慢回升。成交占比方面,2015 年新三板做市交易成交金额占比达到 57.93% 的历史峰值,2018 年创 27.32% 的低点,2019-2021 年成交金额缓慢回升但成交占比持续下降。

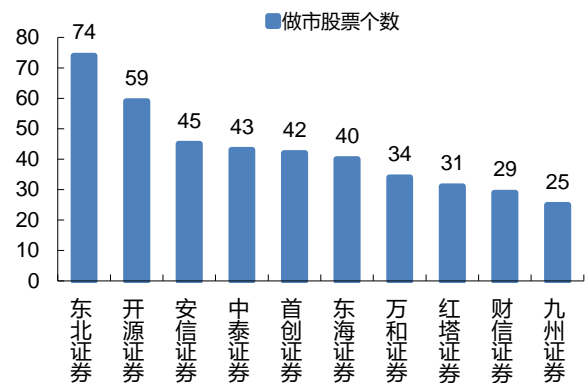
从参与新三板做市交易的券商看,根据 Wind 的统计,2014 年以来共有 93 家券商参与过新三板的做市业务,覆盖面较广,准入门槛在我国已实行做市商机制的金融细分领域中最低。与其他金融产品做市商以头部券商为主不同,中小券商目前在新三板做市业务中较为活跃,2021 年至今新三板累计做市股票个数排名前 10 位的均为中小券商。整体看,新三板做市存在持仓股票难以有效对冲,投资者门槛过高导致缺乏交易对手,由追求价差收入转为追求投资收益等多方面的问题,业务开展至今难言成功,从头部券商参与热情不高可见一斑。2021 年 9 月北京证券交易所正式成立,并拟引入做市商机制。由于股票做市对资本消耗大,未来我国券商大概率会将股票做市交易业务聚焦于科创板以及北交所,甚至部分主板市场。

图 24: 新三板成交总量、做市成交量 (亿元) 及占比



资料来源: Wind、中原证券

图 25: 新三板做市股票个数排名前 10 位券商



资料来源: Wind、中原证券

注: 统计区间为 2021 年 1 月-2022 年 11 月

整体看, 虽然目前我国已经在银行间以及交易所债券市场、期货及期权、交易所基金、新三板等领域引入了做市商制度, 对相关细分市场及产品的发展起到了重要的推动作用, 但与底蕴深厚、收入多元的美国做市交易业务相比, 我国做市交易业务仍处于早期探索阶段, 做市业务体量较小, 做市种类不够丰富, 做市盈利模式尚不成熟, 准入门槛有待降低, 风险控制尚需强化, 中短期内对我国券商的利润贡献较为有限。

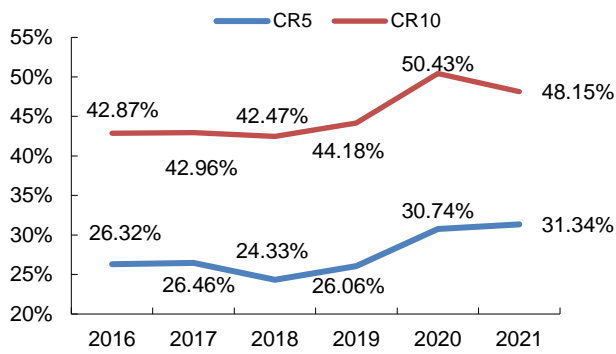
2.4.4. 做市交易业务较易形成高集中度

由于大型券商做市规模大、做市品种丰富、资金周转效率高, 更易形成规模效应, 更有利于对冲做市证券持仓风险, 进而推高做市交易业务集中度。根据美国货币监理署 (OCC) 的统计, 截至 2021Q4, 持有权益及 FICC 等各类衍生品合约名义本金排名前 5 位、前 10 位商业银行控股公司的总资产集中度分别为 45.55%、54.80%, 分别持有各类衍生品合约名义本金的 94.28%、97.87%, 基本垄断美国衍生品市场。

从目前我国已引入做市商机制的金融细分领域看, 同样出现集中度较高的现象。我们选取银行间债券市场做市和交易所 ETF 做市两个准入门槛相对适中的领域对此进行验证。银行间债券市场做市方面, 债券交割量排名前 5 位券商的集中度由 2016 年的 26.32% 提升至 2021 年的 31.34%, 排名前 10 位券商的集中度由 2016 年的 42.87% 提升至 2021 年的 48.15%。2021 年债券交割量排名前 10 位的证券公司分别为中信证券、中金公司、山西证券、华泰证券、东方证券、国泰君安、招商证券、中信建投、平安证券、广发证券, 头部券商占据 7 席。

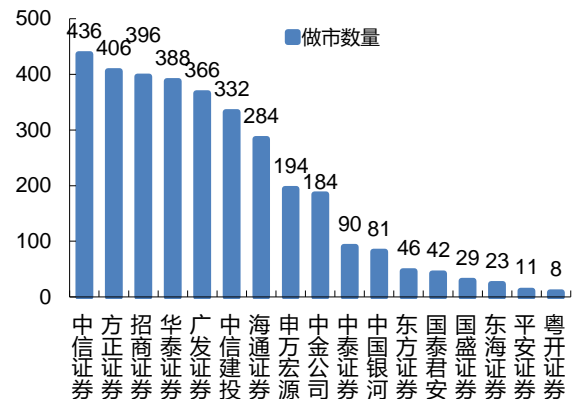
交易所 ETF 做市方面, 截至 2022 年 11 月, 上交所 17 家 ETF 主做市商中, 参与 ETF 做市数量排名前 10 位的证券公司分别为中信证券 (436 只)、方正证券 (406 只)、招商证券 (396 只)、华泰证券 (388 只)、广发证券 (366 只)、中信建投 (332 只)、海通证券 (284 只)、申万宏源 (194 只)、中金公司 (184 只)、中泰证券 (90 只), 头部券商占据 9 席。

图 26: 2016-2021 年债券交割量集中度



资料来源: Wind、中原证券

图 27: 上交所 ETF 主做市商 ETF 做市数量



资料来源: Wind、中原证券

2.4.5. 做市交易业务延展了券商的业务链条, 促进券商特色化、差异化发展

从美国做市交易业务的经验看, 美国大型投行在大类资产和细分领域的布局和聚焦各有不同, 例如花旗集团做市业务集中于 FICC 类资产, 高盛集团做市业务聚焦于权益类领域; 美国专业投行则凭借其领先的金融科技优势深耕零售客户市场。对于我国头部券商而言, 在全面布局做市交易业务的同时, 对于 FICC 类及权益类资产应有所侧重; 对于中小券商而言, 由于资本实力相对有限, 难以实现全面布局, 结合自身禀赋选择一两个细分领域做优做精应为现实可行的做市交易业务经营策略, 并以此实现自身的特色化、差异化发展。例如财通证券、浙商证券更加专注于商品期货及其衍生品做市业务领域, 方正证券更加专注于交易所 ETF 做市业务领域。

本次科创板引入做市商机制, 填补了我国场内股票做市交易的空白, 进一步延展、完善了我国证券公司的业务链条, 券商维护机构客户的手段更加多样化。从首批科创板做市商选择的做市标的看, 不少券商特别是中小券商有针对性的选择了自家承销保荐的公司进行做市, 同样体现了差异化。由于科创板存在跟投机制, 保荐机构另类投资子公司持有限售股票, 因此对自家承销保荐的公司进行做市有助于未来解禁时减少对股价的冲击, 维护公司市值稳定; 通过做市服务提高公司股票的流动性, 进而推动公司价值的持续发现, 对于维护机构客户, 争取再融资等更多机构业务资源, 实现投资收益及公允价值变动收益均具有重要意义; 此外, 还有助于进一步促进机构经纪、托管、投行、信用、研究等业务深化协同。

对于头部券商而言, 除对自家承销保荐的公司进行做市外, 选择一揽子优质科创板公司进行做市, 一方面能够对做市持仓进行较为有效的对冲, 降低持仓证券价格波动风险, 促进做市业务收入稳定; 另一方面也能够增强上市企业与券商之间的合作关系, 完善券商在某些行业的全面布局, 对于赋能另类、私募基金子公司投资的企业, 整合相关行业上下游, 寻求并购重组机会均具有重要意义。

2.4.6. 做市交易业务为金融科技提供了绝佳的应用场景

从城堡证券、沃途金融等美国专业投行在做市业务领域的出彩表现可以得出以下启示:

信息系统建设方面，美国做市业务专业投行以撮合海量报价成交为核心切入点进行信息系统建设，以满足跨市场、多场景甚至极端市场行情下的做市业务需求，有效地解决了信息系统的安全性、可靠性、稳定性等鲁棒性问题。目前我国不仅券商层面，甚至交易所层面的信息系统与美国相比尚有明显差距。

智能算法交易方面，美国做市业务专业投行的核心竞争力在于其独特的、领先市场的智能算法交易。智能算法交易融合了人工智能、金融工程、数学、物理等多学科，对价格及波动率、客户海量订单进行分析预测，在跨市场、多场景下动态自动产生报价，并最优撮合成交，实现优化落盘和获取主要流动资金来实现效率的最大化。同时，超快速计算能力、数据处理能力以及高频的电子交易系统集成能力是智能算法实现的保障。

对于我国券商而言，首先，受资本市场发展程度的差异以及监管的限制，美国做市业务专业投行的部分算法交易及其高频交易暂时无法完全复制，但通过持续加大金融科技投入，不断提高对市场数据、交易数据、客户偏好等方面的分析能力，不断提高对海量交易的处理能力，不仅能够提高做市交易业务的稳定性及效率，也能够推动财富管理、自营等业务的长足进步。此外，研发量化交易平台等多类型集成交易终端也是当前我国券商服务机构客户的突破口。在此过程中，信息系统硬件的购置及更新、专业分析、交易软件的开发及系统集成是必不可少的。

其次，信息系统的建设、高频交易策略的构建以及智能算法的演进需要消耗高额的成本。对于头部券商而言，可以借鉴沃途金融的经验，通过将金融科技输出给第三方机构，进一步增厚公司业绩并反哺金融科技研发。对于中小券商而言，由于做市业务量相对较小，资本实力以及人才储备不足以支持金融科技的深度研发，通过借助头部券商的技术服务输出也是做市和其他业务提质增效的经营策略可选项。

第三，近年来我国证券公司，特别是头部券商持续加大信息技术的投入，并取得了一定的成绩。以华泰证券为例，根据其 2021 年年报，公司以自主研发的机构客户服务数字化平台“行知 2.0”作为牵引，融券通、信用分析管理系统（CAMS 系统）、INCOS 赢客通云平台等串联起机构服务的各个环节；公司将大数据能力与人工智能技术有机融合，持续推进 FICC 交易台、分布式极速交易等平台建设，加速沉淀交易核心和定价能力。但整体看，我国券商信息技术投入尚显不足。以沃途金融及华泰证券为例，2021 年沃途金融通信及数据处理、无形资产及软件费用摊销等信息技术投入为 2.82 亿美元，占其营收 25.92 亿美元的 10.88%；华泰证券 2021 年信息技术投入为 23.38 亿元，排名行业第一位，占其营收 379.05 亿元的 6.17%，与沃途金融仍有差距。展望未来，随着我国做市交易业务广度及深度的逐步拓展，金融科技在证券行业交易、投资等领域运用场景的不断丰富，信息技术投入占营收的比重大概率将呈现稳步提高的趋势。

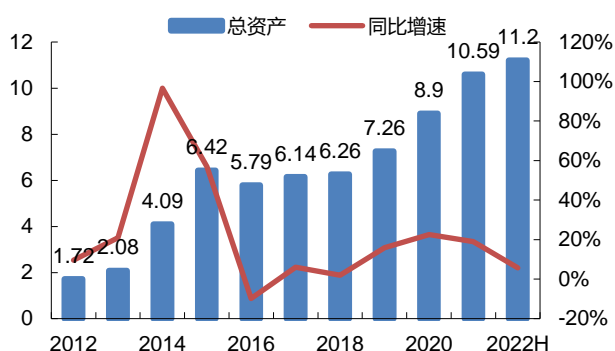
3. 2022 年前三季度证券行业经营业绩出现回落

3.1. 证券行业资本实力增速进一步回落

根据中国证券业协会的统计，截至 2022 年 6 月 30 日，共有 140 家证券公司，总资产为 11.20 万亿元，净资产为 2.68 万亿元，净资本为 2.06 万亿元，分别较 2021 年底的 10.59 万亿元、2.57 万亿元、2.00 万亿元增长 5.76%、4.28%、3.00%；2021 年相较 2020 年行业总资产、净资产、净资本的增速分别为 18.98%、11.26%、9.89%，资本实力增速出现进一步回落。

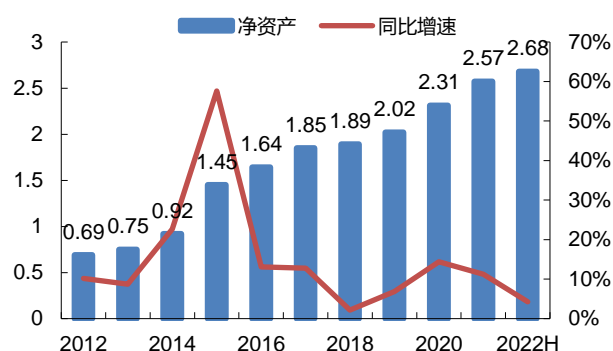
2022 年以来，行业内各公司持续通过股权、债权等多种渠道提升自身的资本实力，截至 2022H 证券行业资本实力增速虽然有所回落，但绝对额续创历史新高；总资产增幅继续高于净资产增幅，行业整体负债率进一步提高，杠杆率进一步回升。

图 28：证券行业总资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 29：证券行业净资产（万亿元）续创历史新高



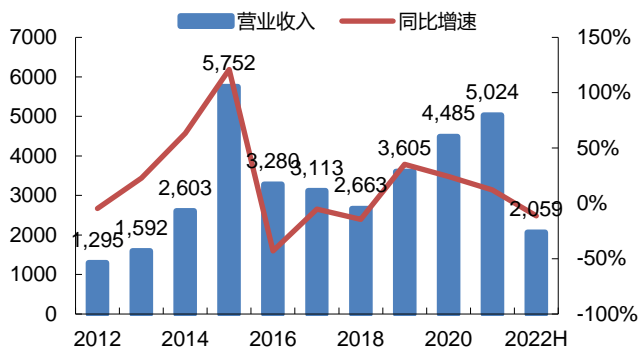
资料来源：中国证券业协会、中原证券

3.2. 证券行业经营业绩在连续三年回升后出现回落

根据中国证券业协会的统计，2022 年上半年证券行业共实现营业总收入为 5024.10 亿元，同比下滑 11.40%；共实现净利润总额为 811.95 亿元，同比下滑 10.06%，在连续三年实现回升后出现回落。

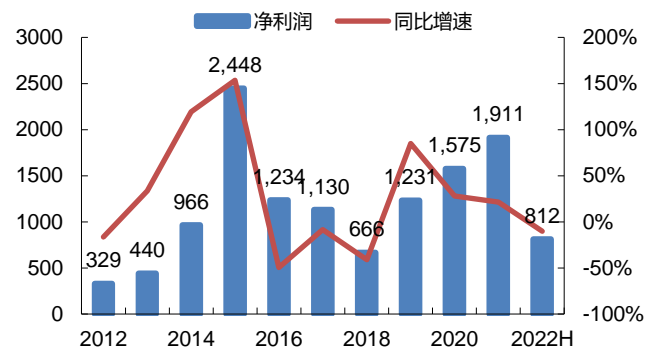
受资本市场年内弱势运行的影响，2022 年前三季度证券行业整体经营环境转冷，41 家单一证券业务上市券商共实现营业收入 3710.38 亿元，同比下滑 21.03%；共实现归母净利润 1021.25 亿元，同比下滑 31.20%。

图 30: 2022H 证券行业营业收入(亿元)出现下滑



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 31: 2022H 证券行业净利润总额(亿元)出现回落



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

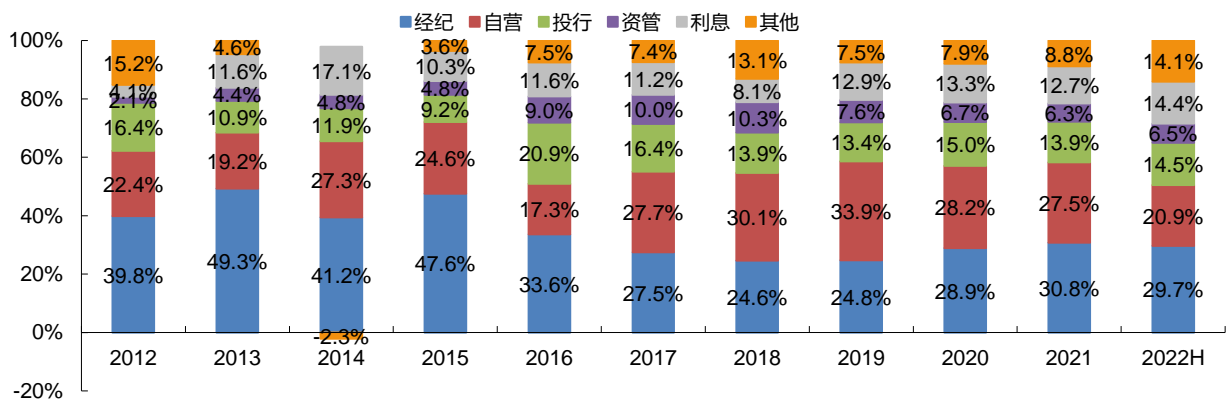
3.3. 经纪业务占比持续位居榜首，自营业务占比快速下滑

2022H 行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他业务净收入占比分别为 29.7%、20.9%、14.5%、6.5%、14.4%、14.1%。2021 年行业经纪、自营、投行、资管、信用、其他业务净收入占比分别为 30.8%、27.5%、13.9%、6.3%、12.7%、8.8%。

从收入结构的变化中可以看出，2022H 经纪业务净收入占比虽然出现小幅回落，但仍达到 2017 年以来的次高值，近三年来净收入占比持续位居榜首；自营业务净收入占比出现较大幅度回落，并降至 2016 年以来的最低值；投行业务净收入占比小幅上升；资管业务净收入占比结束连续 2 年的回落微幅回升；利息净收入同比小幅下滑但占比出现被动提高；其他业务收入占比明显提高。

2022H 行业经纪、自营、利息三个与二级市场行情高度正相关的业务净收入合计占比为 65.0%，较 2021 年全年的 71.0% 明显回落，主要由自营业务收入占比快速下滑所致，证券行业仍显示出较强的周期属性。

图 32: 2012-2022H 证券行业收入结构



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

注: 经纪=代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)+投资咨询业务净收入; 投行=证券承销与保荐业务+财务顾问业务净收入

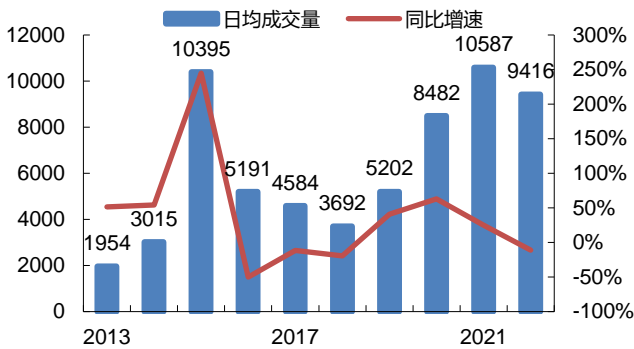
4. 证券行业各分业务 2022 年回顾及 2023 年展望

4.1. 经纪业务 2022 年回顾及 2023 年展望

4.1.1. 经纪业务 2022 年回顾

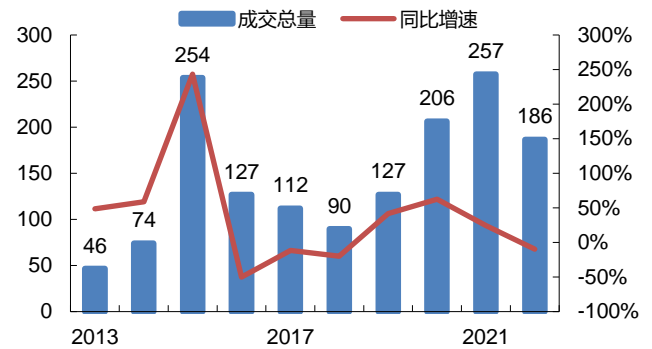
日均股票成交量有所萎缩。2021 年沪深两市日均股票成交量为 10587 亿元，同比增长 24.82%，实现年度三连增，绝对额创历史新高。2022 年 1-10 月沪深两市日均股票成交量为 9416 亿元，较 2021 年小幅下滑 11.06%；成交总量为 186.44 万亿元，同比下滑 9.75%，达到 2021 年全年水平的 72.45%。在资本市场年内持续弱势的环境下，日均股票成交量、成交总量同步出现下滑，但幅度相对较小，代理买卖证券业务仍维持在近年来的较高景气度水平。

图 33: 日均股票成交量 (亿元) 小幅下滑



资料来源: Wind、中原证券

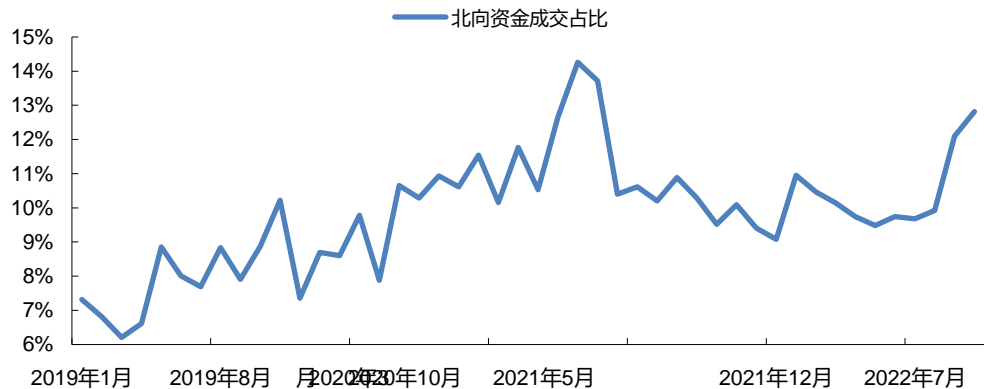
图 34: 股票成交总量 (亿元) 同步出现小幅下滑



资料来源: Wind、中原证券

北向资金加权平均成交占比维持在 10% 以上。2021 年以来北向资金参与 A 股交易已进入常态化阶段。2022 年北向资金成交占比在 1 月最高达到近 11%，随后出现缓慢回落；进入下半年，成交占比逐月走高，9 月快速增长至 12.10%，10 月进一步增至 12.81% 的年内新高。2022 年 1-10 月北向资金加权平均（按月度成交金额进行加权）交易占比为 10.47%，较 2021 年的 10.74% 微幅下滑。

图 35: 北向资金加权平均成交占比维持在 10% 以上

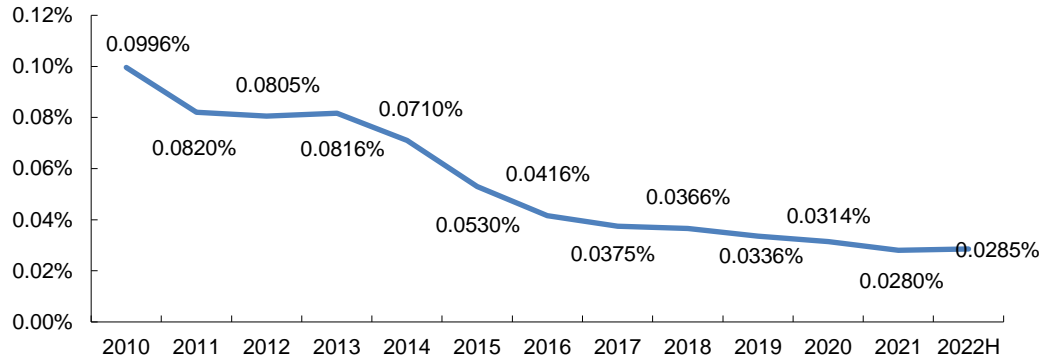


资料来源: Wind、中原证券

截至 2022H 行业平均净佣金率（含席位租赁）暂时止稳。2019 年、2020 年行业平均净佣金率（含席位租赁）年均降幅分别为 9.08%、6.55%，2021 年降幅扩大至 10.83%。

将北向资金成交占比按照加权平均值 10.47% 的比例剔除后，截至 2022H 行业平均净佣金率为 0.285%（万分之 2.85），较 2021 年的平均净佣金率基本持平，在连续多年的持续、大幅下滑后出现暂时止稳。

图 36：2022H 行业平均净佣金率暂时止稳（按 10.47% 剔除北向资金）

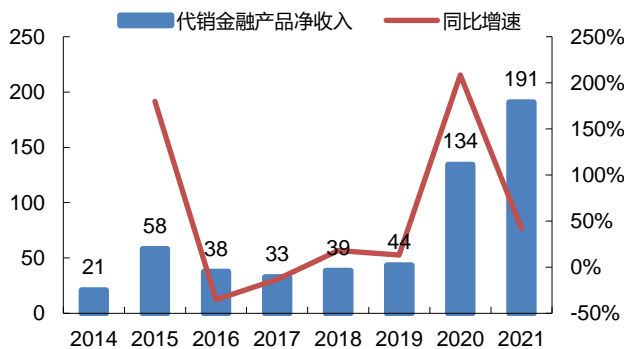


资料来源：Wind、中国证券业协会、中原证券

代销金融产品业务在经历大幅增长后出现较大幅度下滑。2020 年以来，传统经纪业务加快向财富管理转型。根据中国证券业协会的统计，2020 年行业共实现代销金融产品业务净收入 134.38 亿元，同比增逾 2 倍。2021 年，伴随着公募基金的蓬勃发展，行业向财富管理转型持续发力，当年实现代销金融产品业务净收入 190.75 亿元，同比进一步增长 41.95%。

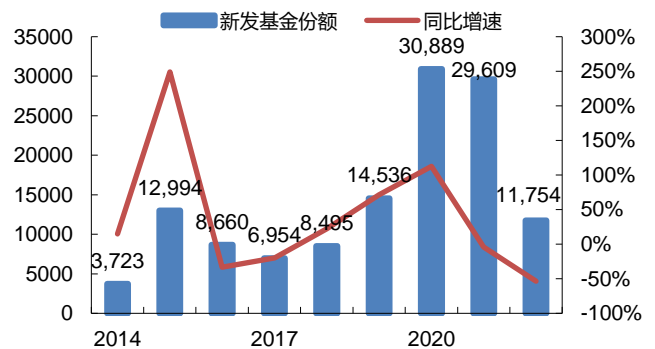
进入 2022 年，受资本市场持续弱势的影响，以公募基金为代表的权益类金融产品收益率表现不佳，居民借道公募基金进入权益类市场的步伐明显放缓。根据 Wind 的统计，2022 年 1-10 月，新发基金份额为 1.18 万亿份，同比大幅下滑 53.53%，行业代销金融产品业务净收入在经历 2020 年、2021 年连续 2 年的快速、大幅增长后，预计 2022 年将出现较大幅度下滑。

图 37：代销金融产品业务净收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、中原证券

图 38：2022 年新发基金份额（份）大幅下滑



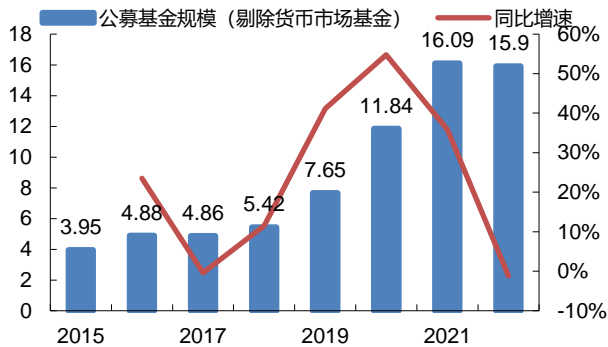
资料来源：Wind、中原证券

权益类公募基金保有规模波动幅度较大。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2021

年底，剔除货币市场基金后的公募基金规模（包括封闭式和开放式基金）达到 16.09 万亿元，股票+混合公募基金规模达到 8.63 万亿元，均创历史新高。

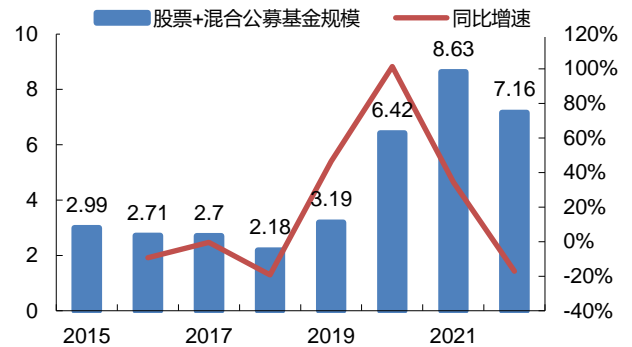
截至 2022Q3，剔除货币市场基金后的公募基金规模、股票+混合公募基金规模分别为 15.90 万亿、7.16 万亿，较 2021 年底分别减少 1.18%、17.03%。在资本市场持续弱势的背景下，公募基金保有规模显现出一定的周期性特征，权益类公募基金的波动幅度明显大于剔除货币市场基金后的公募基金整体波幅。

图 39：2022 年公募基金规模（万亿元）相对稳定



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

图 40：权益类公募基金规模（万亿元）的波幅较大



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

截至 2022Q3 证券公司股票+混合公募基金保有规模普遍实现增长。根据中国证券投资基金业协会公布的数据，截至 2022Q3，华泰证券股票+混合公募基金保有量为 1190 亿元，总排名第 12 位，证券公司中位列第一位；证券公司排名 2-10 位的分别为中信证券、广发证券、中信建投、招商证券、中国银河、平安证券、国泰君安、国信证券、东方证券，头部券商在客户储备方面的优势凸显无疑，个别中小券商表现较为优异。

截至 2022Q3 绝大多数排名前 20 位券商的股票+混合公募基金保有规模较 2021 年底实现增长，增幅前 5 位分别为东方财富证券(360.0%)、平安证券(58.7%)、中金财富证券(46.9%)、华泰证券(40%)、招商证券(33.7%)。

表 13：截至 2022Q3 股票+混合公募基金销售保有规模（亿元）排名前 20 位证券公司及较 2021 年底变化情况

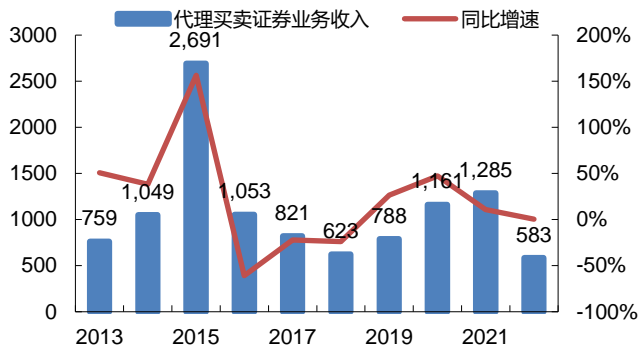
	2022Q3	2021 年底	增减		2022Q3	2021 年底	增减
华泰证券	1190	850	40.0%	兴业证券	382	399	-4.3%
中信证券	1075	1048	2.6%	海通证券	348	273	27.5%
广发证券	767	702	9.3%	申万宏源	342	314	8.9%
中信建投	671	567	18.3%	中金财富	310	211	46.9%
招商证券	666	498	33.7%	东财证券	276	60	360.0%
中国银河	532	481	10.6%	长江证券	270	232	16.4%
平安证券	484	305	58.7%	光大证券	260	203	28.1%
国泰君安	478	404	18.3%	安信证券	240	190	26.3%
国信证券	451	400	12.8%	中泰证券	224	178	25.8%
东方证券	391	424	-7.8%	方正证券	217	233	-6.9%

资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

2022 年前三季度上市券商代理买卖证券业务净收入同比小幅下滑。根据中国证券业协会的统计，2022H 行业共实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）583.07 亿元，同比基本持平。收入占比为 29.7%，较 2021 年全年的 30.8% 小幅回落，但仍为 2016 年以来的次高值。

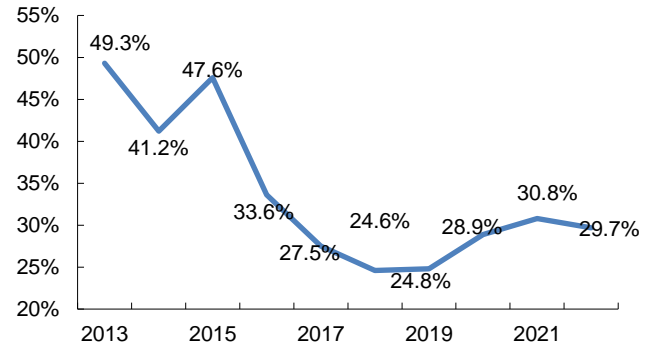
根据 Wind 的统计，2022 年前三季度 41 家单一证券业务上市券商共实现代理买卖证券业务净收入 869.58 亿元，同比下滑 16.41%。

图 41：代理买卖证券业务净收入（亿元）小幅下滑



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 42：代理买卖证券业务净收入占比微幅回落



资料来源：中国证券业协会、中原证券

4.1.2. 经纪业务 2023 年展望

全年日均成交量有望在当前水平上下波动。首先，2022 年资本市场表现持续弱势，1-10 月沪、深两市日均股票成交量为 9416 亿元，较 2021 年日均成交量水平下滑 11.06%，下滑幅度尚在合理的范围内。其次，在后疫情时代经济复苏基础尚不牢固、全球及国内经济形势依然复杂严峻的背景下，2023 年整体流动性仍有望保持相对充裕；叠加持续引入长线资金、居民储蓄有序转化、房地产资金寻求高收益资产等因素，权益市场的增量资金仍有保障，但是否入市需要市场行情配合；第三，全面深化资本市场改革将持续推进，注册制向主板推广的预期强烈，各项改革政策红利将持续释放，2023 年有望延续近年来此起彼伏的结构性牛市行情，权益类市场的存量资金有望保持良性的内生性增长；第四，我国统筹疫情防控和经济社会发展取得重大战略性成就，前三季度我国 GDP 同比增长 3.0%，彰显我国经济强大韧性，虽然美联储货币政策会带来一定的扰动，但北向资金不具备持续大幅流出 A 股的基本面基础。预计 2023 年沪、深两市日均成交量有望维持在当前水平，并有望出现小幅增长。

行业平均净佣金率的降幅有望趋缓。随着经纪业务向财富管理转型的不断深入，证券公司的获客目的已逐步从赚取交易通道费向代销金融产品以及基金投顾等财富管理业务收入、中高端客户的两融利息收入以及衍生品交易相关收入转变，各公司通过低佣金策略争夺客户资源的动力依然较强，行业平均净佣金率仍将保持下行趋势。对于传统代理买卖证券业务，目前行业内各公司普遍加强投顾能力建设，为零售客户提供各类投顾服务产品，签约客户通过维持或提高佣金率的方式付费，在一定程度上对冲了行业平均净佣金率的下行速率。目前行业平均净佣金率的绝对值已经低于万三，预计 2023 年行业平均净佣金率的降幅将保持相对收敛。

代销金融产品业务有望回暖。2022 年资本市场持续弱势，公募基金投资收益率不佳延缓

了新增客户，特别是储蓄资金借道公募基金参与权益市场投资的步伐。一方面，券商财富管理加快转向以客户为中心的买方投顾模式，并充分发挥对权益类产品理解能力较强的优势，强化投资者教育，引导客户采用定投等方式投资公募基金，通过长期持有获取合理的投资回报，为金融产品的销售工作打下坚实基础。另一方面，随着经济复苏预期的升高，明年权益类市场表现存在较强的边际改善预期，将对金融产品销售带来正面促进效应。预计 2023 年行业代销金融产品业务有望逐步走出低谷重回增长，行业金融产品保有规模有望保持正增长，但行业内各公司在财富管理业务领域的分化将不可避免。

2023 年经纪业务有望维持目前的较高景气度。基于我们对 2023 年日均成交量、行业平均净佣金率以及代销金融产品业务的展望，代理买卖证券业务有望稳中有升，代理销售金融产品业务有望重回升势，预计 2023 年行业经纪业务将维持在目前的较高景气度水平，并有望出现回升。

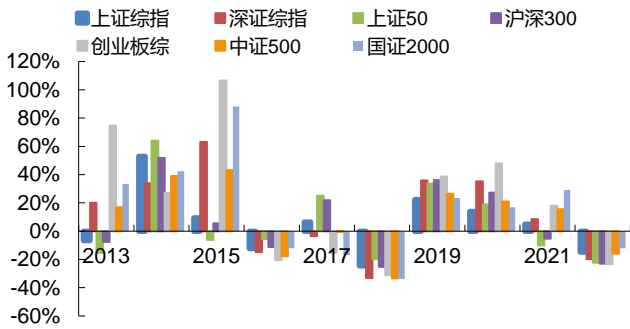
4.2. 自营业务 2022 年回顾及 2023 年展望

4.2.1. 自营业务 2022 年回顾

权益弱势下跌、固收冲高回落。2022 年权益类二级市场整体表现较为弱势。进入 1 月后各权益类指数即开始震荡回落，2-4 月分别出现三波快速回落，5-6 月出现年内最强的一波反弹，三季度再度震荡下跌并一度接近 4 月下旬低点，11 月再度开启反弹周期。截至 2022 年 11 月 18 日，上证指数下跌 14.91%、深证综指下跌 19.79%、上证 50 指数下跌 22.22%、沪深 300 指数下跌 23.05%、创业板综指下跌 23.32%、中证 500 指数下跌 15.87%、国证 2000 指数下跌 11.98%。从各权益类指数的年内表现可以看出，虽然 5-6 月市场出现过以新能源赛道引领的反弹行情，但整体跌幅依然明显，特别是价值类品种表现低迷，仅机构持仓较少的中小市值类品种相对抗跌，行业权益类自营业务的经营环境坠入冰点。

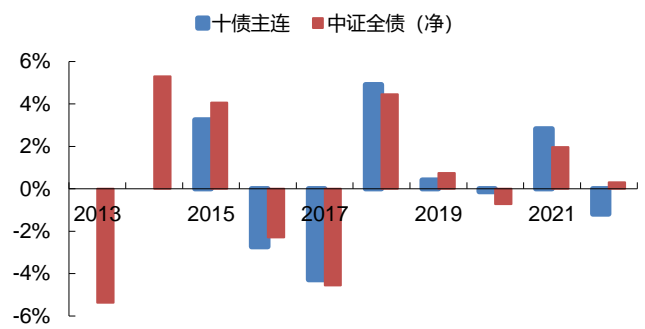
2022 年固定收益类二级市场呈现冲高回落，表现有所分化。上半年整体维持大区间震荡，三季度出现一波力度较强的上涨行情，并创近 2 年来新高，11 月后出现快速下跌，年线出现较长上引线。截至 2022 年 11 月 18 日，十年期国债期货指数下跌 1.19%；中证全债（净）指数上涨 0.30%，年内行业固定收益类自营业务波动较为剧烈。

图 43: 权益弱势下跌 (截至 11 月 18 日收盘)



资料来源: Wind、中原证券

图 44: 固收冲高回落 (截至 11 月 18 日收盘)

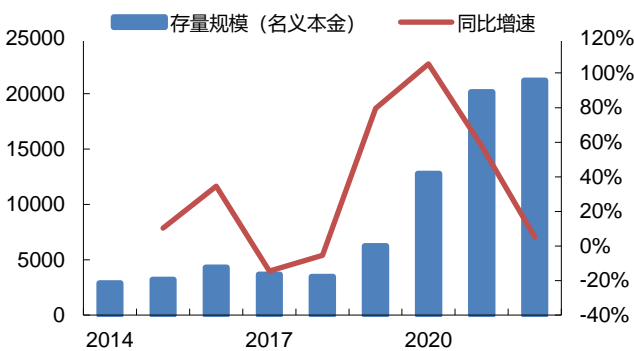


资料来源: Wind、中原证券

头部券商通过场外衍生品积极探索权益类自营业务去方向化。2022 年 8 月 5 日，中国证券业协会公布了新一期的场外期权交易商名单，其中一级交易商共 8 家，分别为广发证券、国泰君安、华泰证券、申万宏源、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券，覆盖主要头部券商；二级交易商共 36 家，覆盖大部分已上市中小券商。一级交易商可在沪深交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易，二级交易商仅能与一级交易商进行场内个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易。

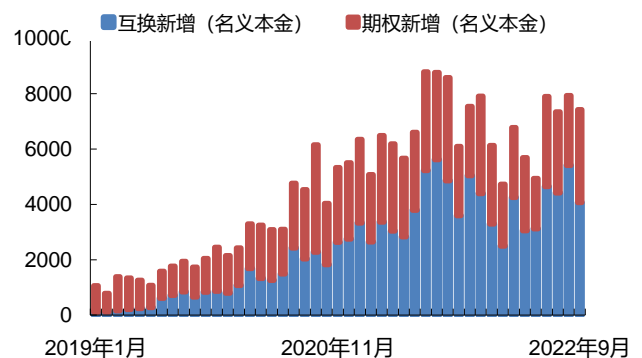
由于目前我国场内衍生品市场整体发展仍较为滞后，为满足机构投资者日益增长的对冲需求，监管放行了以场外期权及收益互换为代表的场外衍生品，交易规模近年来呈现快速增长态势。场外衍生品是客需业务，券商对持仓证券进行对冲，在没有信用风险的前提下，开展场外衍生品业务不承担市场波动风险，收入稳定，近年来以场外期权一级交易商为代表的头部券商利用场外衍生品业务积极探索自营业务的去方向化，并在一定程度上平抑了头部券商经营业绩的波动。

图 45: 场外衍生品存量规模 (名义, 亿元) 快速增长



资料来源: Wind、中证报价公司、中原证券

图 46: 场外衍生品新增规模 (名义, 亿元) 快速增长

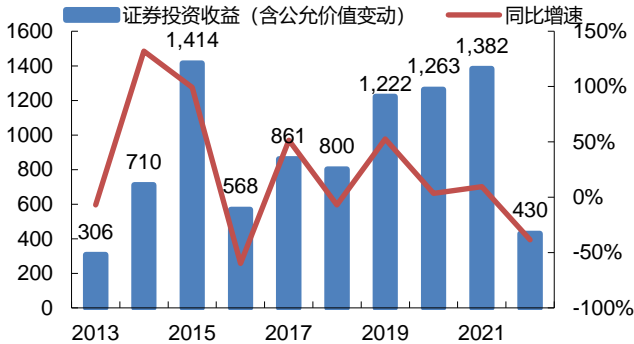


资料来源: Wind、中证报价公司、中原证券

2022 年前三季度上市券商投资净收益 (含公允价值变动) 出现较大幅度下滑。根据中国证券业协会的统计，2022H 行业共实现证券投资收益 (含公允价值变动) 29.79 亿元，同比下滑 38.41%。收入占比 2021 年为 27.5%，2022H 大幅回落至 20.9%。

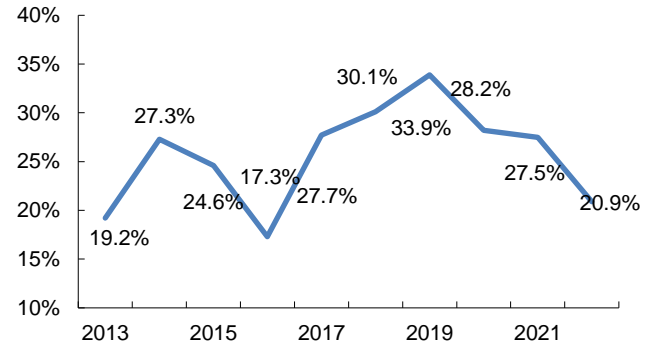
根据 Wind 的统计，2022 年前三季度 41 家单一证券业务上市券商共实现投资净收益（含公允价值变动）664.16 亿元，同比下滑 50.98%。

图 47：2022H 自营业务收入（亿元）大幅下滑



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 48：2022H 自营业务收入占比大幅回落



资料来源：中国证券业协会、中原证券

4.2.2. 自营业务 2023 年展望

权益类自营业务有望实现边际改善。首先，我国经济韧性强、发展潜力空间巨大，明年经济逐步复苏预期强烈，权益类市场不存在持续弱势的基本面基础。其次，监管层呵护资本市场的政策基调没有发生改变，全面深化资本市场改革仍将持续推进，权益类市场不存在持续弱势的政策面基础。第三，随着我国加快产业结构调整，促进新旧动能转换力度的不断增强，代表新经济、硬科技、专精特新的优质企业不断涌现并陆续登陆资本市场，叠加多层次资本市场体系不断完善，退市制度加速优胜劣汰，A 股上市公司的质量得到持续提升。中长期看我国权益类市场将持续处于繁荣上升期，短期波动难撼 A 股长期向好。在各权益类指数经历较大幅度回调后，2023 年市场行情存在边际改善的预期，行业权益类自营业务的经营环境有望实现边际改善。

固定收益类自营业务存在不确定性。目前国内长端利率处在历史较低水平，包括城投等信用债的信用利差目前在相对低位，各期限的利率都与美国深度倒挂。国内利率与权益市场隐含预期收益率比较目前也偏低，同样在历史较低分位数水平。此外，国内经济走向复苏的预期较强，疫情和地产带来的不确定性已经在政策的利好刺激下有所降低，后续利率向上的概率有所增加。加之央行对未来潜在通胀压力的态度，短端资金面也可能会边际收紧，债券收益率曲线可能会出现整体的比较持续的上移。2023 年行业固定收益类自营业务需要控制久期和仓位水平，防范利率风险，整体经营成果存在不确定性。

中小券商放弃方向性业务的时机并不成熟。作为差异化程度较高的业务，自营业务是中小券商探索自身特色化发展、实现弯道超车的重要抓手。同时，自营业务是中小券商除经纪、信用业务外最重要的收入来源，且受制于资本实力的限制，中小券商的自营业务规模无法达到头部券商的水平。虽然场外衍生品业务的快速增长为自营业务去方向化带来了有利契机，但中小券商普遍是二级交易商，业务量和收入规模与头部券商相比存在较大差距。因此，放弃方向性业务不利于中小券商在经营环境向好时释放业绩弹性，不应因市场短期波动对权益类自营业务

产生冲击而全面否定方向性业务。

2023 年自营业务有望止稳回升。基于我们对权益及固收类二级市场走势的展望，2023 年行业自营业务整体有望在权益类自营的带动下止稳回升。能否对阶段性市场行情进行较为准确的预判并把握结构性机会，能否善于利用各类投资策略以及各种对冲工具规避市场波动风险，是行业内各公司实现证券投资收益，推动经营业绩回暖的关键。

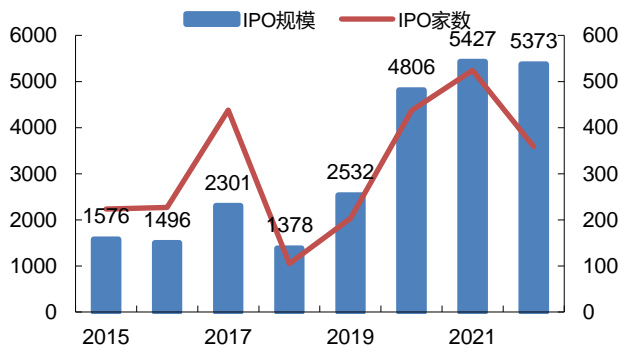
4.3. 投行业务 2022 年回顾及 2023 年展望

4.3.1. 投行业务 2022 年回顾

IPO 规模呈现放量、单家融资规模明显提高。根据 Wind 的统计，2021 年共完成 524 家 IPO，首发募资规模 5427 亿元，同比分别增长 12.92%、19.91%，增速出现明显回落但总额创历史新高；2021 年证监会、交易所共审核 IPO 申请 503 次，通过 443 次，审核通过率为 88.07%，同比小幅回落；2021 年 IPO 单家融资规模为 10.36 亿元，同比小幅下降 5.82%。

截至 2022 年 11 月 18 日，年内共完成 359 家 IPO，首发募资规模 5373 亿元，分别达到 2021 年全年的 68.51%、99.00%，首发规模呈现放量；期间证监会、交易所共审核 IPO 申请 518 次，通过 449 次，审核通过率为 86.68%，再度小幅回落；期间 IPO 单家融资规模为 14.97 亿，较 2021 年的平均水平出现明显提高，并创历史新高。

图 49: IPO 规模 (亿元) 呈现放量



资料来源: Wind、中原证券

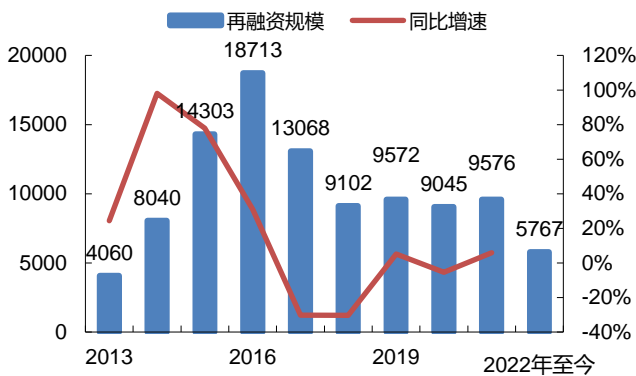
图 50: IPO 单家融资规模 (亿元) 大幅增加



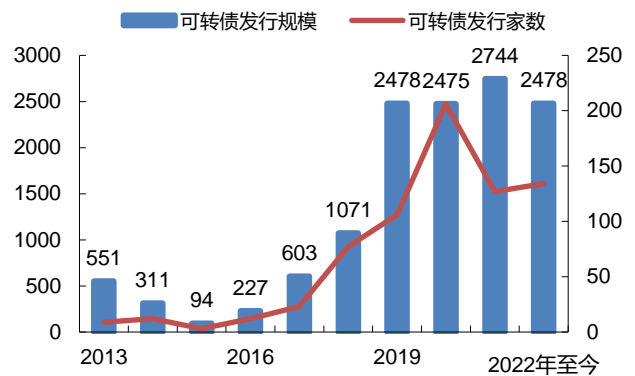
资料来源: Wind、中原证券

再融资规模明显缩量、可转债发行规模基本持平。根据 Wind 的统计，2021 年再融资（增发、配股、优先股）规模为 9576 亿元，同比小幅增长 5.87%；可转债发行家数、规模分别为 127 家、2744 亿，发行家数同比明显减少但发行规模再创历史新高。

截至 2022 年 11 月 18 日，年内再融资（增发、配股、优先股）规模为 5767 亿元，达到 2021 年全年的 60.22%，明显缩量。期间可转债发行家数、规模分别为 134 家、2478 亿元，分别达到 2021 年全年的 105.51%、90.31%，发行规模预计较 2021 年基本持平。

图 51：再融资规模（亿元）明显缩量


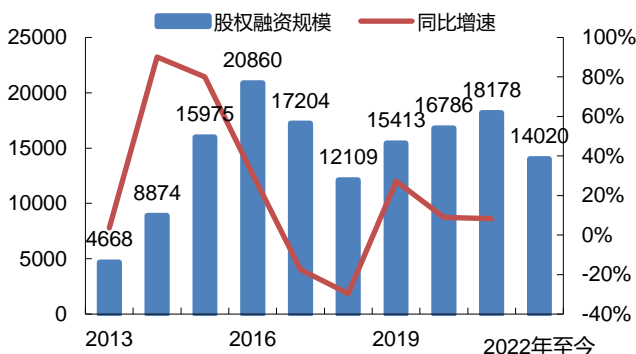
资料来源：Wind、中原证券

图 52：可转债发行规模（亿元）基本持平


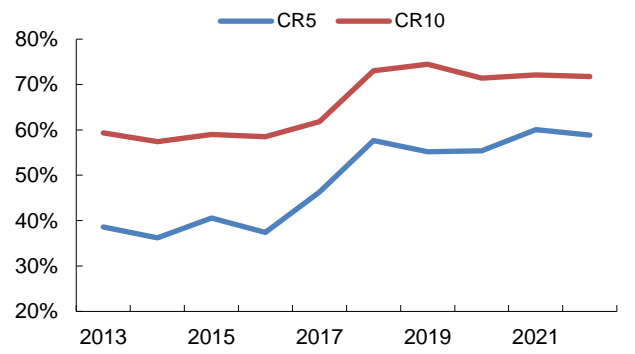
资料来源：Wind、中原证券

股权融资规模预计将出现小幅回落、集中度维持相对高位。根据 Wind 的统计，2021 年行业股权融资总规模为 18179 亿元，创历史新高；同比增长 8.29%，增幅同比基本持平。规模增长的同时，股权融资承销金额排名前 5 (CR5) 公司的合计市场份额为 60.06%，较 2020 年的 55.42% 再度出现明显集中；前 10 (CR10) 公司的合计市场份额为 72.11%，较 2020 年的 71.38% 出现小幅增加。股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中金公司、中信建投、华泰联合、国泰君安、海通证券、招商证券、东方证券、申万宏源、国信证券；其中，中信证券、中金公司股权承销规模的优势尤为显著。

截至 2022 年 11 月 18 日，年内股权融资总规模为 14020 亿元，达到 2021 年全年水平的 77.13%，预计全年规模将出现小幅回落；股权融资承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 公司的合计市场份额分别为 58.87%、71.79%，与 2021 年相比出现小幅下滑，但仍维持在相对高位。期间股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中金公司、中信建投、华泰联合、国泰君安、海通证券、招商证券、安信证券、申万宏源、国信证券；其中，中信证券股权承销规模的优势尤为显著。

图 53：股权融资规模（亿元）预计将小幅回落


资料来源：Wind、中原证券

图 54：股权融资承销金额集中度维持高位


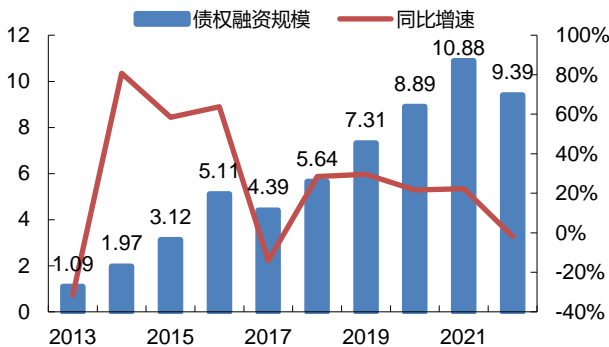
资料来源：Wind、中原证券

债权融资规模预计出现小幅回落、集中度再创历史新高。根据 Wind 的统计，2021 年行业各类债券承销金额为 10.88 万亿元（按上市日），同比增长 22.38%，实现年度四连增。2021 年各类债券承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 公司的合计市场份额分别为 46.12%、

64.32%，较 2020 年的 42.43%、60.97% 出现进一步提高，集中度同步股权再创历史新高。各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、国泰君安、中金公司、华泰证券、海通证券、招商证券、平安证券、光大证券、华泰联合；其中，中信证券、中信建投各类债券承销规模的优势更为显著。

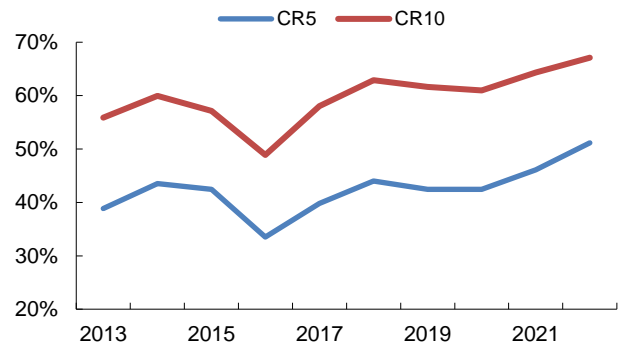
截至 2022 年 11 月 18 日，年内行业各类债券承销金额为 9.39 万亿元（按发行日），达到 2021 年全年的 86.13%，同比微幅下滑 1.83%（同比统计区间为 2021 年 1 月 1 日-2021 年 11 月 18 日）；各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 51.15%、67.10%，再创历史新高。期间各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、中金公司、华泰证券、国泰君安、光大证券、东方证券、海通证券、平安证券、申万宏源；其中，中信证券、中信建投各类债券承销规模的优势更为显著。

图 55： 债权融资规模（万亿元，按发行日）小幅回落



资料来源：Wind、中原证券

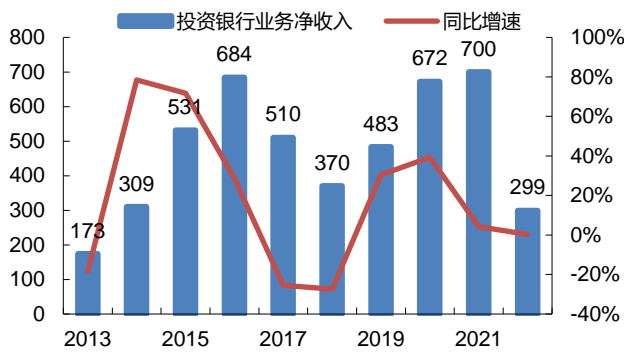
图 56： 各类债券承销金额集中度续创历史新高



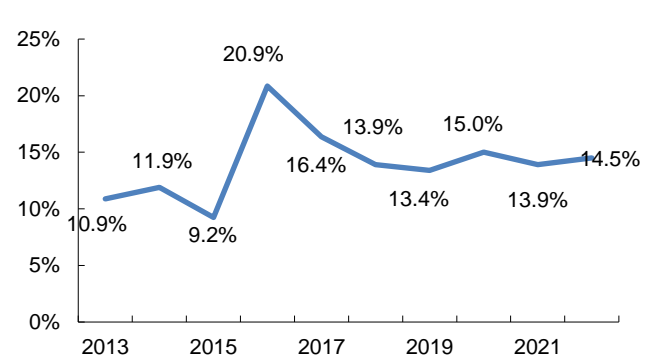
资料来源：Wind、中原证券

2022 年前三季度上市券商投行业务净收入小幅增长。根据中国证券业协会的统计，2022H 行业共实现投资银行业务净收入 299.08 亿元，同比基本持平。收入占比 2021 年为 13.9%，2022H 小幅提高至 14.5%。

根据 Wind 的统计，2022 年前三季度 41 家单一证券业务上市券商共实现投资银行业务手续费净收入 429.98 亿元，同比增长 5.35%，投行业务成为上市券商 2022 年前三季度唯一实现增长的业务。但从 11 月后行业投行业务总量的数据变化看，全年行业投行业务净收入预计将出现小幅下滑。

图 57：2022H 投行业务净收入（亿元）同比持平


资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 58：2022H 投行业务净收入占比小幅提高


资料来源：中国证券业协会、中原证券

4.3.2. 投行业务 2023 年展望

关注全面注册制能否于 2023 年落地。2020 年下半年以来，顶层已通过多种方式及渠道向市场传达全面实行股票发行注册制的声音，随着时间的推移，全面注册制渐行渐近。在全面注册制及提高直接融资比重的政策加持下，IPO 通过率有望维持相对高位。IPO 项目储备的数量、质量以及梯次是券商把握政策红利，推动投行业务持续增长，并有效带动另类投资、私募基金、财富管理、资产管理等多项业务协同发展，积极探索特色化、差异化的关键。

2023 年行业股权融资规模有望重回升势。近年来监管层在不同场合表示将充分考虑投融资的动态平衡，科学保持新股发行节奏与二级市场承受能力相适应，2022 年行业股权融资规模预计将出现小幅回落，二级市场表现持续弱势是主因。基于我们对 2023 年权益二级市场行情边际改善的预期，市场行情对股权融资业务的制约效应有望大为减弱。此外，如果全面注册制正式落地，叠加多层次资本市场建设力度的持续加强，行业股权融资规模有望重回升势。预计 2023 年行业股权融资业务仍将维持高位运行，并不能排除再创新高的可能性。

2023 年行业债权融资规模预计在当前水平上下小幅波动。在经历连续 4 年的持续增长后，今年截至 11 月 18 日行业各类债券承销金额同比出现微幅回落。基于我们对于 2023 年固定收益类二级市场存在不确定性的展望，预计将抑制行业债权融资规模的进一步增长，行业债权融资业务大概率将在当前水平上下小幅波动。

2023 年投行业务净收入有望实现正增长。基于我们对于行业股权、债权融资业务的展望，2023 年行业投行业务有望实现正增长，但幅度不宜期望过高。投行业务将持续高质量发展，投行业务收入保持稳定将在一定程度上平抑行业整体经营业绩的波动。

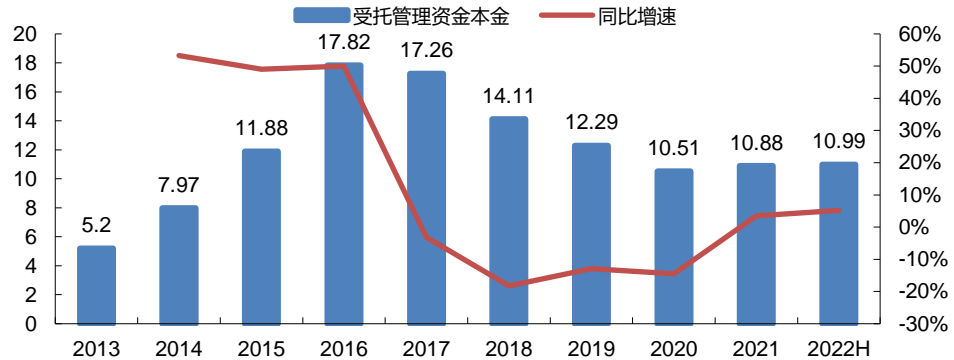
4.4. 资管业务 2022 年回顾及 2023 年展望

4.4.1. 资管业务 2022 年回顾

受托管理资金本金止稳回升。2017-2020 年，在回归本源、去通道化的政策导向下，行业

资产管理总规模出现持续回落。根据中国证券业协会的统计，2021 年底行业受托管理资金本金额为 10.88 万亿元，在经历连续 4 年的大幅回落后首度止稳。2022H 行业受托管理资金净值为 10.99 万亿元，保持稳中有升。

图 59：2022H 行业受托管理资金净值（亿元）止稳回升

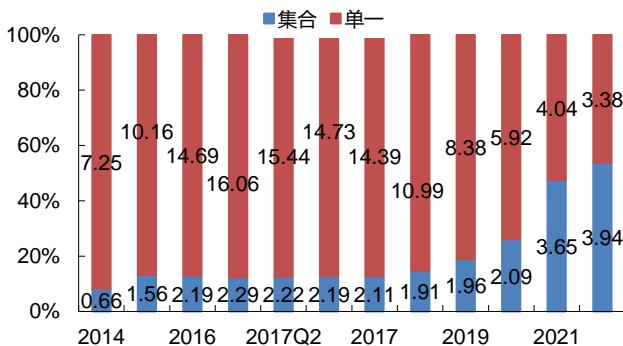


资料来源：中国证券业协会、中原证券

私募资管业务结构显著优化。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2021 年底，行业单一资管规模约为 4.04 万亿元，较 2017Q1 峰值的 16.06 万亿元减少超过 7 成；占私募资管总规模的比例约为 52.53%，较 2017Q1 大幅减少 21.38 个百分点。2022 年 9 月底，单一资管规模继续下降至 3.38 万亿元，占私募资管总规模的比例继续下降至 50% 以下。

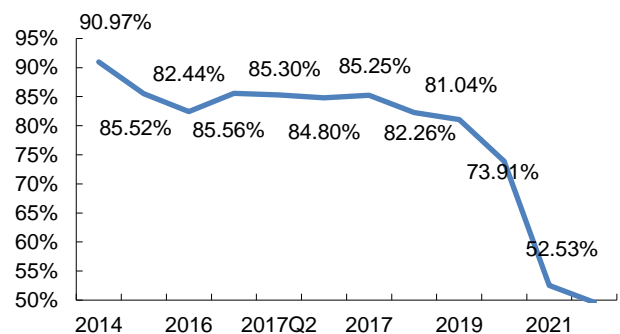
截至 2021 年底，集合资管规模为 3.65 万亿元，同比大幅增长 74.64%；截至 2022 年 9 月底，集合资管规模增长至 3.94 万亿元。行业私募资管业务结构在资管新规过渡期结束后出现显著优化。

图 60：集合资管规模（万亿元）快速增长



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

图 61：单一资管规模占比下降至 50% 以下



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

公募基金公司收入并表增强了资管业务的头部效应。随着资管新规对行业资管业务的影响逐渐消退，部分主动管理能力强，品牌及渠道优势明显的头部券商已经甩掉包袱，实现资管业务规模、收入的回升。此外，41 家资管业务上市券商中，绝大多数公司控股或参股 1-2 家基金公司。虽然 2022 年资本市场持续弱势，公募基金发行不畅，基金公司的业绩普遍也出现了下滑，但对上市券商的经营业绩仍带来了积极的促进作用，并增强了资管业务的头部效应。

从 2022 年中报的情况看，在不考虑并表因素的情况下，业绩贡献度较高的分别为广发证券（17.92%）、招商证券（13.65%）、申万宏源（8.51%）。

表 14：2022H 头部券商及其控股或参股基金公司净利润（亿元），业绩贡献（不考虑并表因素）

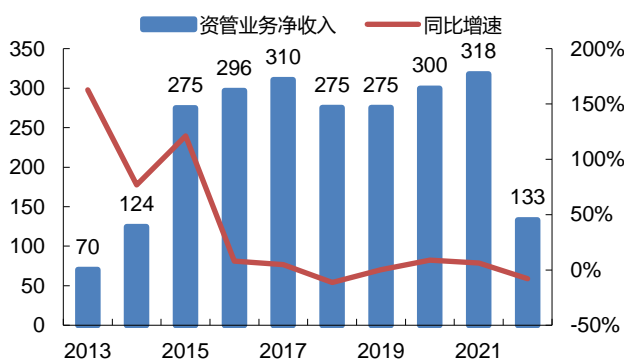
券商	基金公司	持股比例	基金公司净利润	券商归母净利	业绩贡献度
广发证券	广发基金	54.5%	10.02	52.34	17.92%
	易方达基金	22.7%	17.26		
招商证券	博时基金	49.0%	8.73	62.80	13.65%
	招商基金	45.0%	9.54		
申万宏源	申万菱信基金	67.0%	0.78	42.79	8.51%
	富国基金	27.8%	11.22		
华泰证券	华泰柏瑞基金	49.0%	1.96	78.21	5.90%
	南方基金	41.2%	8.86		
海通证券	海富通基金	51.0%	2.09	60.75	6.89%
	富国基金	27.8%	11.22		
中信证券	华夏基金	62.20%	10.58	165.68	3.97%
国信证券	鹏华基金	50.00%	5.43	47.62	5.70%
国泰君安	华安基金	51.0%	5.10	84.28	3.09%

资料来源：Wind、各公司 2022 年中报、中原证券

2022 年前三季度上市券商资管业务净收入小幅下滑。根据中国证券业协会的统计，2022H 行业共实现资产管理业务净收入 133.19 亿元，同比下滑 7.94%，在连续三年增长后出现小幅回落。收入占比 2021 年下降至 6.3%，2022H 被动提高至 6.5%。

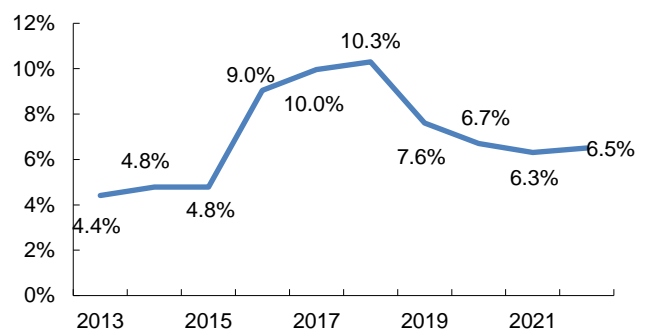
根据 Wind 的统计，2022 年前三季度 41 家单一证券业务上市券商共实现受托客户资产管理业务净收入 336.10 亿元，同比小幅下滑 3.92%。

图 62：2022H 资管业务净收入（亿元）小幅下滑



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 63：2022H 资管业务净收入占比被动提高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

4.4.2. 资管业务 2023 年展望

扩大主动管理规模持续处于战略机遇期。资产管理业务是券商自有金融产品的主要供给来源，对于券商资管而言，苦练内功、大力提升主动管理能力，为市场提供更多优质的金融产品，能够切实增强证券公司财富管理的综合竞争力。虽然 2022 年资本市场持续弱势，行业资管业务暂时遇冷，但财富管理方兴未艾，优质金融产品、特别是优质权益类产品的稀缺将为行业资

管业务持续扩大主动管理规模创造良好的外部条件。

2023年资管业务净收入有望保持相对平稳。虽然2022年市场行情不利于资管业务的拓展，但前三季度头部券商资管业务收入下滑的幅度较小，表现较为稳定，个别头部券商及部分中小券商甚至实现逆势增长。在行业内各公司积极培育主动管理能力叠加市场行情有望边际改善的预期，预计主动管理业务将重回良性发展的轨道，2023年行业资管业务大概率将保持稳定，头部效应的持续增强将推动行业资管业务收入实现增长。

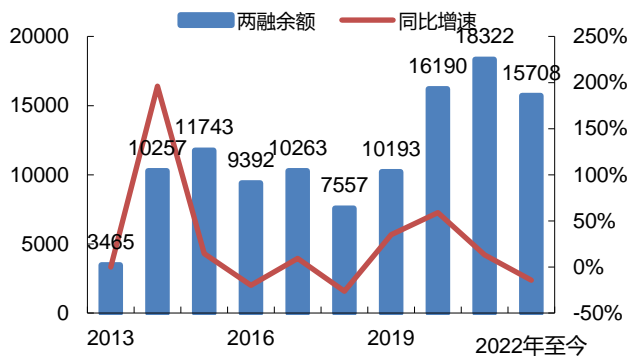
4.5. 信用业务 2022 年回顾及 2023 年展望

4.5.1. 信用业务 2022 年回顾

两融余额的“韧性”较强。根据 Wind 的统计，截至 2021 年底沪、深两市两融余额为 18322 亿元，创 2015 年 6 月以来新高，实现年度三连增，但增速出现明显回落；2021 年两融月均余额为 17683 亿元，同比大幅增长 36.08%，并超越 2015 年两融月均余额 13717 亿元，创历史新高。

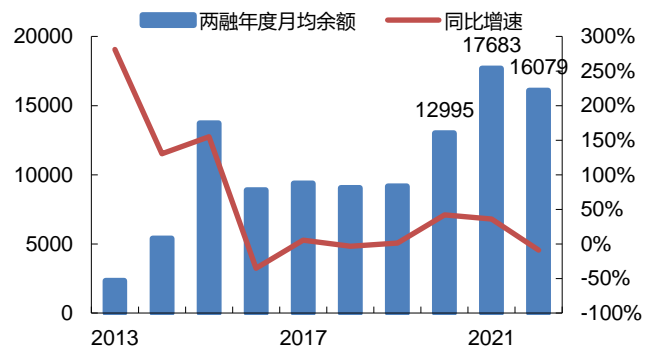
截至 2022 年 11 月 18 日，两融余额回落至 15708 亿元，较 2021 年底减少 14.27%。2022 年 1-10 月两融月均余额为 16079 亿元，较 2021 年两融月均余额 17683 亿元小幅减少 9.07%，两融余额下滑的幅度小于各权益类指数下跌的幅度。在年内资本市场持续弱势的情况下，两融余额除个别市场表现较为极端的月份出现过快速回落外，大部分月份总额维持相对稳定，显示出较强的韧性。

图 64：两融余额（亿元）出现小幅下滑



资料来源：Wind、中原证券

图 65：两融年度月均余额（亿元）小幅减少



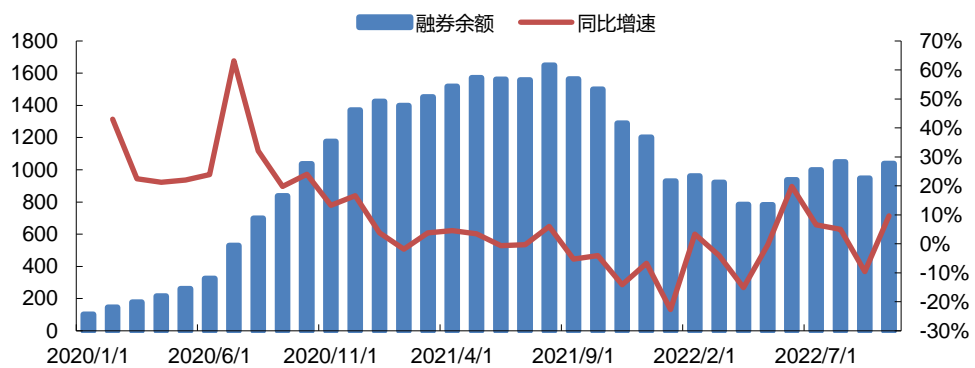
资料来源：Wind、中原证券

两融余额占流通市值比持续处于合理区间。2021 年两融余额占流通市值比在 2.50%-2.70% 的窄幅区间内波动，均值为 2.57%，较 2020 年提高 9.26%。2022 年 1-10 月，两融余额占流通市值比的波动区间下移至 2.3%-2.5%，均值为 2.42%，较 2021 年下降 5.84%，持续处于较为合理、风险可控的区间内。

融券业务的波动性更为显著。在两融标的扩容、注册制下股票上市首日即可融券、多方面

扩大券源供给的多重政策推动下，2020年以来融券业务呈现出快速发展的态势，2021年8月底融券余额曾达到1649亿元的历史峰值。进入2022年，伴随着资本市场持续弱势，市场整体估值水平较2021年出现明显下降，融券规模也同步出现较为明显的减少。截至10月底，2022年融券月均规模为934亿元，较2021年1473亿元减少36.59%。从2021年以来融券余额与市场走势的关系看，融券余额变化与市场行情变化的契合度较高，波动性显著高于融资余额，且具有一定的前瞻性，显示参与融券交易投资者的交易态度更为积极，交易手段更为灵活，对于市场脉动的把握相对更加精准。

图 66：融券余额的波动性更为显著



资料来源：Wind、中原证券

融券业务为两融业务实现差异化竞争提供了可行路径。为有效控制两融业务风险，自2015年底融资比例上限不得超过1:1后，融资业务成为标准化业务，发展仅能仰赖于基础客户的规模，无法进行差异化竞争。因此，融券业务成为两融业务实现差异化发展的唯一突破口。券商以资本实力为基础，如果能够根据客户的实际需求，通过自购或者转融券等方式选择一篮子融券标的，不仅能够丰富中高端客户的投资策略、促进投资工具多样化，还可以完善财富管理业务链条，推动两融业务、财富管理业务特色化、差异化发展。此外，进行融券操作的客户通常是券商核心客户中的核心，融券业务也为券商维护核心客户，提高核心客户粘性提供了有力抓手。

两融标的再次扩容。2022年10月21日，沪、深交易所宣布进一步扩大注册制股票以外的两融标的，数量由1600只扩增至2200只，其中主要为中小市值公司，有助于利用融资融券提高标的证券的流动性，促进价格发现。长期看，两融标的股票范围的进一步扩大有助于吸引增量资金，持续激发市场活力，促进两融规模的稳步增长，扩大融券券源来源。短期内，由于市场存量资金在一段时期内相对恒定，扩大两融标的不会立即对两融余额产生影响，但会分散融资标的的集中度，进而在一定程度上降低两融业务的整体风险。

上市券商主动压降股票质押规模的趋势仍在延续。鉴于股票质押业务风险收益不成正比以及其他重资产业务持续快速发展等因素，2018-2022H定期财务报告披露的信息看，上市券商普遍持续压降了股票质押业务规模。截至2022H，上市券商主动压降股票质押规模的趋势仍在延续，部分头部券商，如中金公司（65亿）、华泰证券（63亿）、国信证券（62亿）、中信

建投（48 亿）期末股票质押存量规模甚至未进入行业前 10 位。

表 15：截至 2022H 股票质押规模（亿元）排名行业前 10 位公司及较 2021 年底变化情况

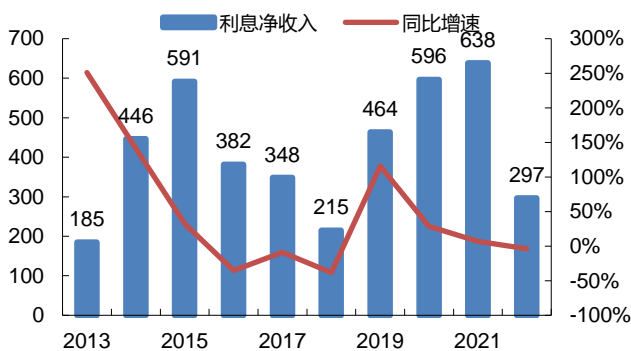
券商	22H 规模	21 年底规模	变动幅度	券商	22H 规模	21 年底规模	变动幅度
海通证券	289	317	-9%	东方证券	117	127	-8%
国泰君安	244	246	-1%	广发证券	115	129	-11%
中信证券	227	220	3%	中泰证券	81	78	4%
中国银河	170	190	-11%	国金证券	75	75	0%
招商证券	133	144	-8%	申万宏源	73	85	-14%

资料来源：Wind、中原证券

2022 年前三季度上市券商利息净收入小幅下滑。根据中国证券业协会的统计，2022H 行业共实现利息净收入 296.59 亿元，同比小幅下滑 3.87%。收入占比 2021 年为 12.7%，2022H 被动提高至 14.4%。

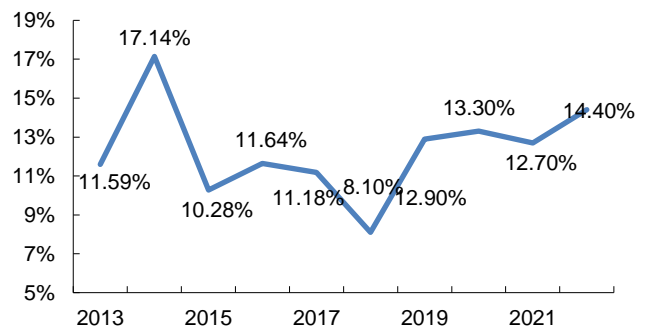
根据 Wind 的统计，2022 年前三季度 41 家单一证券业务上市券商共实现利息净收入 436.36 亿元，同比小幅下滑 5.82%。

图 67：2022H 利息净收入（亿元）小幅下滑



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 68：利息净收入占比被动提高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

4.5.2. 信用业务 2023 年展望

两融余额有望重回震荡攀升。两融余额的增减与权益类二级市场的行情密切相关。目前两融余额处于 24 个月来的低位水平，并且在相对低位震荡整理已近 6 个月，两融业务风险释放的较为充分。在市场行情边际改善的预期下，结合我们对于经纪业务的展望，2023 年两融余额有望重回 2020-2021 年缓步震荡攀升的节奏，全年两融月均余额有望较 2022 年稳中有升。预计 2023 年两融余额占流通市值比将围绕 2.5% 上下波动，年均值同比将出现微幅回升。

股票质押规模回升的概率较低。随着全面注册制渐行渐近，退市进入常态化，股票质押标的的选择将更为严苛。未来股票质押业务将作为包括财富管理在内其他业务的有效补充，再次单独作为重点拓展方向的概率较低。目前行业股票质押规模相较前两年已出现显著回落，但仍存压降的空间。预计部分券商仍有股票质押的历史包袱尚待计提；而个别券商在近两年充分计提信用减值损失后有望部分冲回进而对 2023 年经营业绩产生正面促进作用。

2023 年利息净收入预计将再度呈现小幅波动。基于我们对于自营以及信用业务的展望，预计信用业务所贡献的利息收入将稳中有升；债券持有期所产生的利息收入明显增长的概率偏低。预计 2023 年行业利息净收入将在 2022 年小幅下滑的基础上再度呈现小幅波动，整体维持相对稳定，利息净收入对行业整体经营业绩的边际贡献将保持收敛。

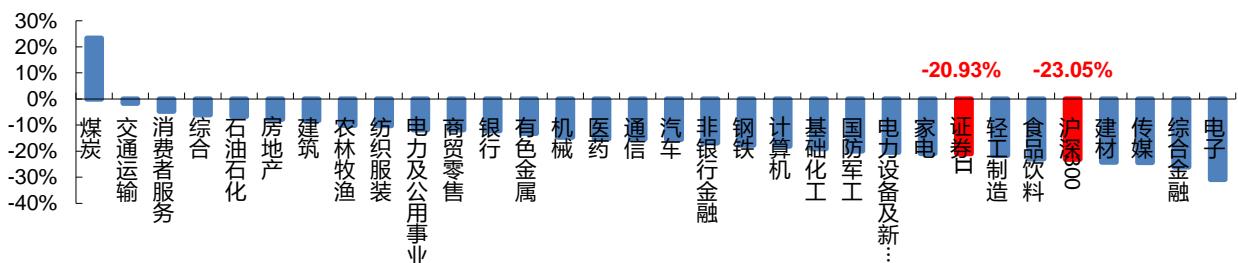
5. 投资策略

5.1. 2022 年以来券商指数出现明显下跌，全年表现较为弱势

2022 年以来中信二级行业指数证券 II 同步各权益类指数出现较为明显的下跌。进入 2022 年后证券 II 指数即出现单边下跌，4 月下旬同步各权益类指数见阶段性低点后出现一波快速反弹，并一度成为市场关注的焦点；在 6 月上旬见反弹高点后再度进入弱势震荡下跌，并于 10 月初再创年内新低，随后至今处于弱势震荡反弹的周期中。

截至 2022 年 11 月 18 日收盘，证券 II 年内最大涨幅为 0.94%，最大跌幅为-28.69%，振幅为 29.63%。按 11 月 18 日收盘价计算，证券 II 年内涨跌幅为-20.93%，跑赢沪深 300 指数 2.12 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 25 位。

图 69：截至 2022 年 11 月 18 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为-20.93%



资料来源：Wind、中原证券

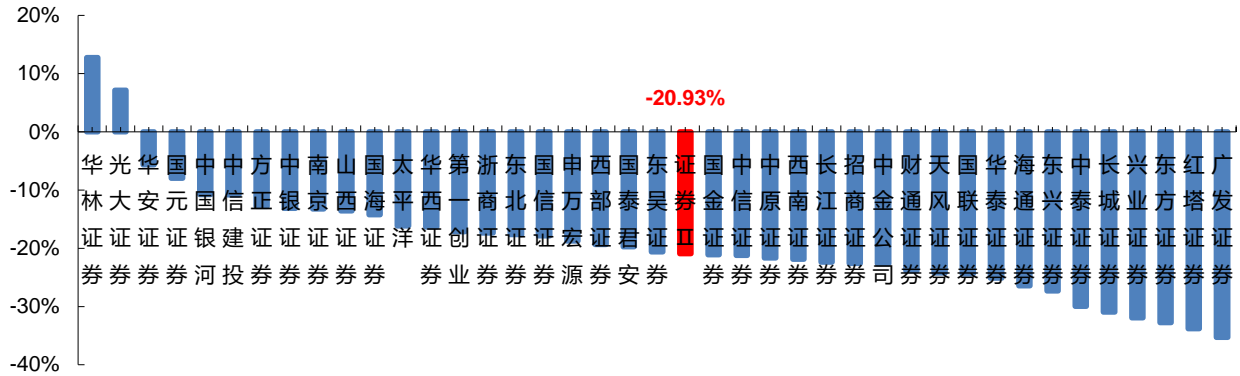
5.2. 券商板块呈现普跌，头部券商表现低迷

截至 2022 年 11 月 18 日收盘，41 家单一证券业务上市券商仅 2 家实现上涨，共 39 家出现下跌。其中，实现上涨的分别为华林证券（12.78%）、光大证券（7.14%）；跌幅前 5 位分别为广发证券（-35.28%）、红塔证券（-33.84%）、东方证券（-32.77%）、兴业证券（-31.93%）、长城证券（-30.94%）。

整体看，2022 年以来券商板块出现普跌，去年表现较为优异的个股今年处于跌幅前列；头部券商表现低迷，大多数头部券商跌幅超过或者接近板块平均跌幅；中小及弹性券商表现分化，

并分布于板块平均跌幅的两侧。在全年表现较为弱势的背景下，券商板块至今仍保有微弱的结构性行情。

图 70：截至 2022 年 11 月 18 日收盘，41 家单一证券业务上市券商仅 2 家实现上涨，共 39 家出现下跌

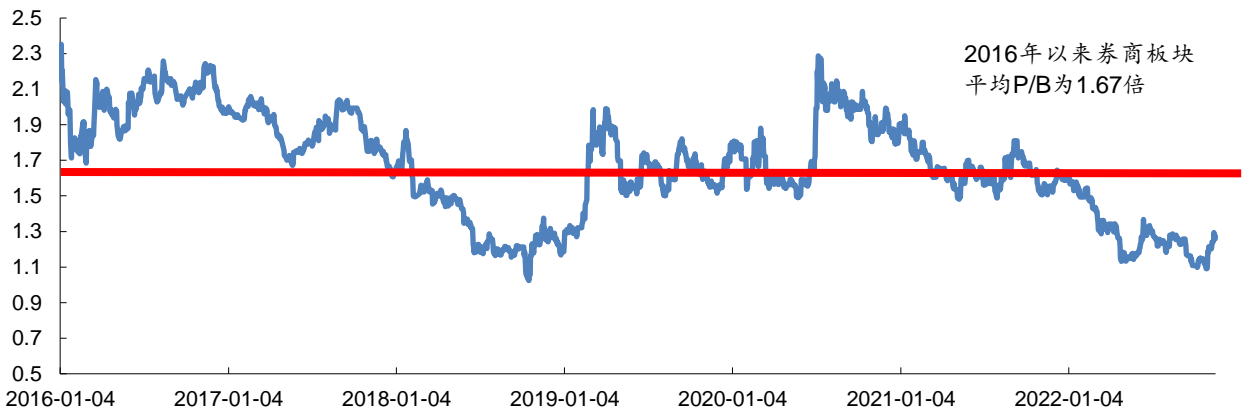


资料来源：Wind、中原证券

5.3. 券商板块估值处于 2016 年以来的相对低位

截至 2022 年 11 月 18 日，年内券商板块平均 P/B 最高为 1.61 倍，最低为 1.09 倍，最低 P/B 已接近 2018 年底估值低位。截至 2022 年 11 月 18 日收盘，券商板块平均 P/B 为 1.26 倍，低于 2016 年以来券商板块平均 P/B 的 1.67 倍（图中红线），处于 2016 年以来的相对低位。

图 71：截至 2022 年 11 月 18 日收盘，券商板块 P/B（倍）处于 2016 年以来的相对低位



资料来源：Wind、中原证券

5.4. 投资建议

5.4.1. 预计 2023 年证券行业整体经营业绩将重拾升势

虽然 2022 年资本市场整体表现较为弱势，但我国经济韧性强，明年经济逐步复苏的预期强烈，全面深化资本市场改革仍将持续推进，资本市场不存在持续弱势的基本面及政策面基础。

中长期看我国权益类市场将持续处于繁荣上升期，短期波动难撼 A 股长期向好。在各权益类指数经历较大幅度回调后，2023 年市场行情存在边际改善预期，证券行业的整体经营环境有望出现改观，各项业务有望重回良性发展的正轨。

基于我们对于证券行业各分业务 2023 年的展望，

经纪：代理买卖证券业务有望稳中有升，代理销售金融产品业务有望重回升势，预计经纪业务将维持目前的较高景气度水平，并有望出现回升；

自营：自营业务整体有望在权益类自营的带动下止稳回升；

投行：投行业务有望实现正增长，但幅度不宜期望过高；

资管：资管业务大概率将保持稳定，头部效应的持续增强将推动行业资管业务收入实现增长；

信用：利息净收入将在 2022 年小幅下滑的基础上再度呈现小幅波动，对行业整体经营业绩的边际贡献将保持收敛。

预计 2023 年证券行业整体经营业绩将结束短暂休整，重拾升势。维持证券行业本轮上升周期将贯穿整个十四五，业绩高点有望超越 2015 年的观点不变。维持证券行业“同步大市”的投资评级。

5.4.2. 券商板块有望对估值进行修复，结构性行情的力度有望转强

回顾 2020 年以来券商板块的走势，结构性行情的特征较为显著，每隔一段时间就有个股走出短期脱离板块的独立上涨行情。2022 年二级市场及券商板块持续弱势，但板块内仍保有微弱的结构性上涨行情。2023 年在证券行业整体经营业绩有望重拾升势的预期下，券商板块有望对整体估值进行修复，空间上有望尝试挑战 2016 年以来的平均估值水平。此外，在市场及板块摆脱下跌趋势，进入反弹及区间震荡周期后，券商板块结构性行情的力度有望明显转强。

5.4.3. 关注板块内的低估值品种

回顾 2020 年以来券商板块结构性行情的领涨个股可以发现，无论是 2020 年的商业银行背景还是 2021 年具备财富管理、资产管理比较竞争优势的公司，上涨行情启动时的 P/B 估值水平平均处于券商板块尾部。在 2023 年券商板块有望对整体估值进行修复，并有望挑战 2016 年以来平均 P/B 的预期下，低估值个股的反弹空间更大，并兼具进攻与防守。建议特别关注估值水平大幅低于行业均值，且公司行业地位突出，各项业务领先的头部券商，以及具备特色化、差异化竞争优势的中小券商。

表 16: 截至 2022 年 11 月 18 日收盘 41 家单一证券业务上市券商 P/B 估值

公司	P/B	公司	P/B	公司	P/B
华林证券	6.22	中原证券	1.27	长江证券	1.02
中信建投	2.79	行业均值	1.26	东方证券	1.02
财达证券	2.39	中信证券	1.19	国海证券	1.00
中金公司	2.21	华安证券	1.18	东兴证券	0.99
中银证券	1.91	招商证券	1.15	兴业证券	0.96
太平洋	1.90	山西证券	1.14	华西证券	0.94
南京证券	1.85	国信证券	1.13	东吴证券	0.91
国联证券	1.73	中国银河	1.10	东北证券	0.91
第一创业	1.71	广发证券	1.08	国元证券	0.90
浙商证券	1.64	财通证券	1.07	国泰君安	0.88
红塔证券	1.58	国金证券	1.05	华泰证券	0.81
中泰证券	1.33	申万宏源	1.05	海通证券	0.69
光大证券	1.30	西南证券	1.05		
方正证券	1.29	西部证券	1.05		
长城证券	1.28	天风证券	1.04		

资料来源: Wind、中原证券

5.4.4. 头部券商仍是稳健配置的首选

在全面深化资本市场改革持续快速推进, 打造航母级券商的政策导向下, 头部券商的整体受益程度将高于中小券商。此外, 在经历 2022 年的持续调整后, 目前头部券商的估值水平已经大幅降低, 大多数头部券商的 P/B 已低于行业均值, 已具备较强的估值吸引力。2023 年在券商板块有望对整体估值进行修复的预期下, 头部券商有望发挥中军引领作用, 是稳健配置券商板块的首选。

5.4.5. 应重点关注中小及弹性券商的波段投资机会

在证券行业整体经营业绩边际改善的预期下, 受益于经纪以及权益类自营业务, 往往中小券商的业绩弹性更大, 基本面改善的幅度更为显著。如果 2023 年券商板块能够从近年来的相对低位向上修复估值, 板块内结构性行情的力度势必明显转强, 中小及弹性券商更易在市场情绪升温时受到活跃资金的关注, 是短期获取超额收益的较佳选择, 但需择时并合理规划持股周期。

5.4.6. 重点推荐公司

中信证券。2022 年公司各项业务虽有不同程度的波动, 但均处于受市场大环境影响的正常范围之内。作为打造“航母级”券商标杆的行业龙头, 中信证券的业绩稳定性、抗周期能力以及各项业务开展的广度及深度持续领跑行业, “十四五”期间将持续享受全面深化资本市场改革快速推进所释放的政策红利。公司目前估值处于近 24 个月来的低位。

华泰证券。作为代表性头部券商之一, 公司深化科技赋能, 具备开放的数字化财富管理平台, 体系化服务客户的一流投行业务, 兼具规模优势与创新优势的综合性资产管理平台, 同时

加速全球化布局和打造跨境生态。2022 年虽然行业整体经营环境不佳，但公司除自营业务外各业务条线表现优异，2023 年公司经营业绩改善的空间较大，目前估值具备较强吸引力。

东吴证券。公司扎根苏州、深耕长三角，积极融入长三角一体化发展国家战略，在中小券商中具备较为显著的区位优势以及特色化、差异化的竞争优势。2022 年公司除自营业务外其他各项业务表现平稳，2023 年市场行情改善有利于公司释放业绩弹性。公司目前破净且估值处于行业尾部。

国元证券。公司深耕安徽，面向全国，将持续受益“长江经济带、中部崛起、长三角一体化”等国家战略，充分借助显著的区位优势以构建自身特色化、差异化的竞争优势。为应对 2022 年不利的市场局面，公司多措并举，稳业绩效果明显，显示出较强的全局掌控能力。公司目前破净且估值处于行业尾部。

东北证券。公司定位于服务中小创新企业并以财富管理为特色，聚焦特色化、精品化、生态化的业务体系建设。作为较早上市的证券公司，公司持续优化北京、上海、长春“三地三中心”布局，立足东北，辐射全国的发展态势已较为明朗。2022 年一季度公司受权益自营拖累出现多年未见的亏损，但二、三季度快速实现扭亏为盈，机会把握能力较强，2023 年市场行情改善有利于公司释放业绩弹性。公司目前破净且估值处于行业尾部。

表 17：重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股	流通股 /亿股	股价 (元, 11.18)	每股净资产 (元)			EPS (22A Q3)	P/B(倍)			投资 评级
				2021A	2022E	2023E		2021A	2022E	2023E	
中信证券	148.21	113.67	19.15	15.35	16.03	16.92	1.11	1.77	1.19	1.13	增持
华泰证券	90.77	73.12	12.96	15.25	15.92	16.76	0.84	1.18	0.81	0.77	增持
东吴证券	50.08	50.08	6.90	7.41	7.62	7.82	0.25	1.54	0.91	0.88	增持
国元证券	43.64	43.64	6.92	7.40	7.65	7.93	0.27	1.05	0.90	0.87	增持
东北证券	23.40	23.40	7.15	7.71	7.95	8.33	0.12	1.16	0.90	0.86	增持

资料来源：Wind，中原证券

6. 风险提示

1. 权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；
2. 市场波动风险；
3. 全面深化资本市场改革的力度和进度不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。