平安证券

非银行金融

2022 年 12 月 05 日

证券行业 2023 年度策略报告

基本面周期性波动，行业转型行稳致远

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业点评-非银行金融-首批名录发布，头部公司个人养老金业务将率先获益-强于大市 20221120

【平安证券】行业动态跟踪报告-非银行金融-制度建设加速落地，个人养老金即将远航-强于大市 20221107

【平安证券】行业动态跟踪报告*非银行金融*证券行业 2022 年三季报综述：权益市场震荡下行，券商业绩延续承压*强于大市 20221101

证券分析师

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

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

研究助理

韦霁雯 一般证券从业资格编号 S1060122070023 WEIJIWEN854@pingan.com.cn

平安观点：

- **业绩回顾：券商业绩承压中分化，头部经营凸显韧性。**2022 年权益市场震荡下行，市场交投活跃度同比下降，前 11 月的日均股基成交额 10244 亿元，同比降 9.0%。券商业绩延续承压，前三季度 41 家上市券商共计实现营收 3710.4 亿元，同比降 21.0%，归母净利润 1021.2 亿元，同比降 31.2%。五大业务中仅投行实现正增，同比增 5.4%，自营收入同比下降 52.1%，仍是业绩主要拖累项。行业内部分化加剧，头部券商整体表现优于中小券商，归母净利 CR10 集中度同比提升 5.7pct 至 72.5%。

- **轻资产业务：通道业务转型一站式服务，打造专业与综合服务能力。**To C 业务方面，居民理财需求增加，推动券商从交易通道转型至综合财富管理服务提供商，短期经纪与资管业绩周期性波动，但长期来看大财富管理转型方向不变、市场调整进一步打磨券商专业实力，券商在渠道、产品、服务三大要素中均具比较优势。To B 业务方面，股票上市、退市逐渐市场化，企业融资需求更为多元，推动投行从保荐通道向企业全周期融资服务转型，同时近年来新兴产业股权融资规模较大、优质企业储备迅速消耗，未来优质项目挖掘难度将加大，对券商综合和专业服务能力提出更高要求，龙头券商有望不断巩固优势地位。

- **重资产业务：制度建设逐步完善，券商用表路径逐渐丰富。**上市券商密集再融资，今年以来 7 家上市券商实际再融资募资金额达 737.6 亿元，同时上市券商杠杆倍数由 2017 年的 3.2 倍稳步提升至 2022Q3 的 3.8 倍，共同助力券商资产负债表规模扩张。近年来场内衍生品标的扩容、场外衍生品规范发展、科创板股票做市业务正式启动、注册制新股跟投制度完善，制度建设的完善将加速券商重资产业务转型、丰富券商用表途径。衍生品、做市等代客业务风险敞口小于方向性投资，将有助于券商平滑业绩波动、打破强周期性属性。

- **投资建议：**目前市场短期仍缺乏明确方向，但资本市场长期向好趋势不变，券商商业模式从周期向成长的转型趋势不变，看好证券行业长期成长性。截至 2022 年 12 月 5 日，证券指数（申万二级）PB 仅为 1.2 倍，位于近 10 年历史前 5.5%分位，具备长期配置价值。建议关注综合能力较强、业务布局领先的龙头公司，如中信证券、中金公司、东方财富。

- **风险提示：**1）权益市场大幅波动；2）疫情反复致使投资者风险偏好降低；3）宏观经济下行影响市场基本面及货币政策；4）资本市场改革不及预期。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 权益市场景气度下行，券商业绩承压中分化.....5
1.1 二级市场成交量同比下滑，一级市场 IPO 规模继续扩张.....5
1.2 券商整体业绩承压，轻、重资产业务表现分化.....5
1.3 头部券商经营凸显韧性，行业集中度上行.....6
二、 通道业务转型一站式服务，打造专业与综合服务能力.....7
2.1 To C 业务：从交易通道转型至综合财富管理服务，周期波动打磨专业服务能力.....7
2.1.1 居民理财需求增加，To C 业务由交易通道转型至综合财富管理服务.....8
2.1.2 经纪与资管周期性波动，大财富管理转型方向不改.....9
2.1.3 市场调整打磨专业实力，券商在渠道、产品、服务端均具比较优势.....12
2.2 To B 业务：从保荐通道转型至企业全周期融资服务，龙头券商优势显著.....14
三、 制度建设逐步完善，券商用表路径逐渐丰富.....16
3.1 再融资与杠杆提升共同助力券商资产负债表扩张.....16
3.2 制度建设逐步完善，券商用表路径优化.....17
3.2.1 衍生品业务稳健发展，平滑券商重资产业绩波动.....17
3.2.2 科创板股票做市正式启动，拓宽头部券商重资产业务范围.....19
3.2.3 跟投业绩短期承压，考验投行筛选与定价能力.....20
四、 全面注册制蓄势待发，资本市场改革将持续深化.....21
4.1 政策面回顾：融资端完善注册制配套制度，投资端持续优化市场主体.....21
4.2 政策面展望：全面注册制箭在弦上，资本市场更好服务实体经济与居民财富管理.....22
五、 投资建议及风险提示.....23
5.1 投资建议.....23
5.2 风险提示.....24

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表目录

图表 1 2022 年股票市场主要指数及证券行业指数变动 5
图表 2 市场日均股基成交额统计 5
图表 3 A 股市场 IPO 家数及规模 5
图表 4 A 股市场再融资（配股+增发）家数及规模 5
图表 5 2022Q1-Q3 上市券商合计营收及归母净利表现 6
图表 6 2022Q1-Q3 上市券商各业务合计净收入表现 6
图表 7 2022Q1-Q3 上市券商归母净利集中度变化 6
图表 8 2022Q1-Q3 上市券商市场份额（归母净利前 15） 6
图表 9 上市券商各业务净收入集中度变化 7
图表 10 头部券商各业务净收入同比变动及排名同比变动（2022Q1-Q3 归母净利润前 10 的上市券商） 7
图表 11 综合财富管理需券商各业务有机结合 8
图表 12 2021 年调整各业务条线的证券公司数量占比 9
图表 13 中金财富证券组织架构 9
图表 14 前 100 家代销机构中券商渠道保有规模变动 9
图表 15 上市券商代销金融产品收入（代销收入前 15） 9
图表 16 部分券商 2022H1 基金投顾展业情况 9
图表 17 券商及子公司私募资管产品规模与结构 10
图表 18 券商及资管子公司与全行业新发公募基金数量 10
图表 19 已获得公募基金牌照的券商及券商资管子公司业务规模（截至 2022/10/31） 10
图表 20 上市券商公募子公司的利润、营收贡献变动 11
图表 21 2013-2015 年新增营业部地区分布 12
图表 22 2018-2020 年新增营业部地区分布 12
图表 23 前 100 代销机构中券商市场份额变动 13
图表 24 前 100 代销机构中各类机构权益型基金在非货基保有规模中的占比 13
图表 25 汇添富与东证资管 AUM 变动 13
图表 26 中金公司股票类持仓中衍生品占比 13
图表 27 中金公司立体式买方投顾产品体系 14
图表 28 上市券商合计投行净收入变动 15
图表 29 A 股退市公司数量变动 15
图表 30 投行业务向企业全生命周期融资服务转型升级 15
图表 31 全市场 IPO 募集资金市场份额变动（2022M1-M11IPO 募资规模前 10 家） 16
图表 32 非金融企业股权融资规模行业结构变动（据变动幅度排序） 16
图表 33 2022 年上市券商再融资募资结果和再融资预案情况（截至 2022/11/30） 17

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表 34 上市券商合计杠杆倍数变动 17
图表 35 上市券商合计净资产与总资产变动 17
图表 36 沪深交易所 ETF 期权上市时间及做市商名单 18
图表 37 场外期权做市商名单（截至 2022/11/31） 18
图表 38 券商场外衍生品业务规模统计 19
图表 39 衍生金融资产在总资产中占比最高的 10 家上市券商自营业务收入表现 19
图表 40 我国做市商制度历史沿革 20
图表 41 首批试点的 14 家做市商做市标的数量与市值 20
图表 42 高盛做市业务收入及其在非利息收入中的占比 20
图表 43 高盛全球市场部门及公司的杠杆倍数与 ROE 20
图表 44 2022H1 部分头部券商投资子公司净利润及贡献变动 21
图表 45 2022 年资本市场与证券行业重要政策一览 22
图表 46 我国直接融资规模及其在社融中的占比 23
图表 47 IPO 排队非金融企业募集资金规模结构（截至 2022/11/30） 23

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

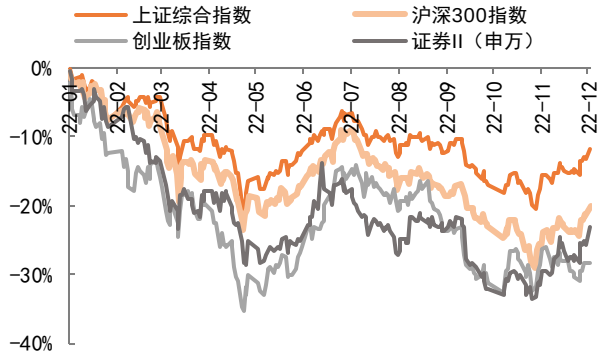
一、 权益市场景气度下行，券商业绩承压中分化

1.1 二级市场成交量同比下滑，一级市场 IPO 规模继续扩张

二级权益市场震荡下行，证券指数表现不佳，市场成交活跃度同比下滑。2022 年以来受疫情冲击、国际关系、经济复苏承压等不利因素影响，股票市场主要指数均震荡下行，截至 2022 年 12 月 5 日，上证综指、沪深 300、创业板指均较年初累计下跌 11.8%、20.1%、28.5%，证券行业 Beta 属性较强，证券行业指数较年初累计下跌 23.0%。

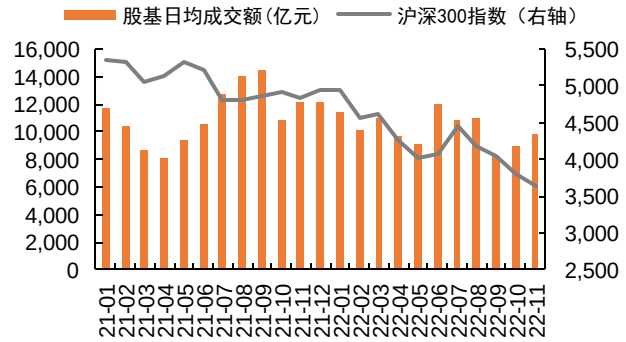
投资者风险偏好下降，市场成交量与两融规模均收缩。2022 年前 11 月合计日均股基成交额 10244 亿元，同比下降 9.0%；截至 11 月底，全市场融资融券余额为 1.6 万亿元，较年初下降 14.6%。

图表1 2022 年股票市场主要指数及证券行业指数变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 市场日均股基成交额统计

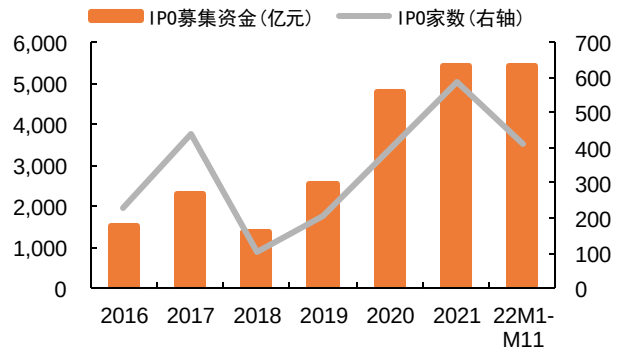


资料来源：Wind，平安证券研究所

注册制持续发力，IPO 金额再创新高。2022 年前 11 月，A 股全市场共 413 家公司 IPO，同比减少 125 家，但 IPO 募资规模同比增长 18.8%至 5424.7 亿元，主要由中国移动、中国海油、联影医疗等大型 IPO 项目驱动。

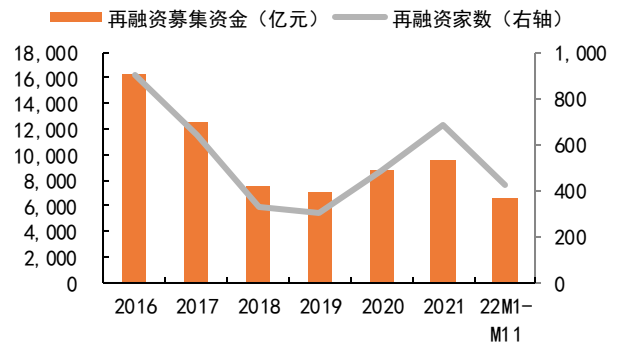
再融资数量同比下降，规模同比基本持平。二级市场承压影响再融资需求与投资者认购意愿，2022 年前 11 月共 422 家企业再融资（增发+配股），同比减少 162 家，再融资募集资金规模同比下降 18.8%至 6579.2 亿元。

图表3 A 股市场 IPO 家数及规模



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 A 股市场再融资（配股+增发）家数及规模



资料来源：Wind，平安证券研究所

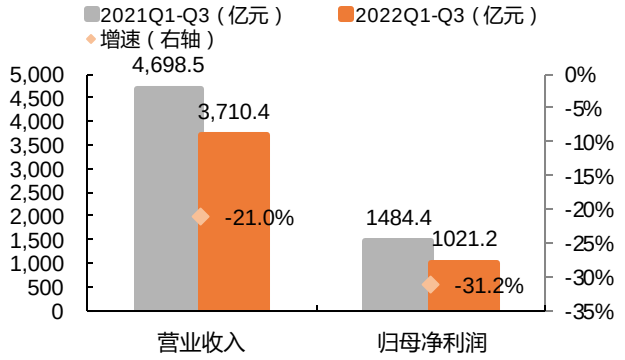
1.2 券商整体业绩承压，轻、重资产业务表现分化

券商业绩延续承压，盈利能力进一步下滑。2022 前三季度，41 家上市券商共计实现营业收入 3710.4 亿元，同比下滑 21.0%，归母净利润 1021.2 亿元，同比下滑 31.2%；合计年化 ROE 为 6.2%，同比下降 3.9pct。

轻资产业务：收入下滑幅度相对较小，投行实现收入正增。前三季度上市券商经纪、投行、资管净收入分别同比变动-16.3%、+5.4%、-3.9%，在营收中的占比分别同比提升 1pct、3pct、2pct 至 23%、12%、9%，变动幅度相对较小，投行是唯一实现收入正增的业务。

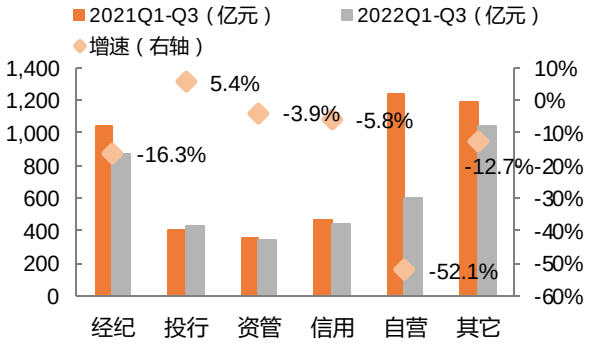
重资产业务：自营投资仍是业绩主要拖累项。前三季度上市券商自营收入同比下降 52.1%，在营收中的占比同比下滑 10pct 至 16%；信用收入同比下降 5.8%，在营收中的占比同比提升 2pct 至 12%。

图表5 2022Q1-Q3 上市券商合计营收及归母净利表现



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 2022Q1-Q3 上市券商各业务合计净收入表现

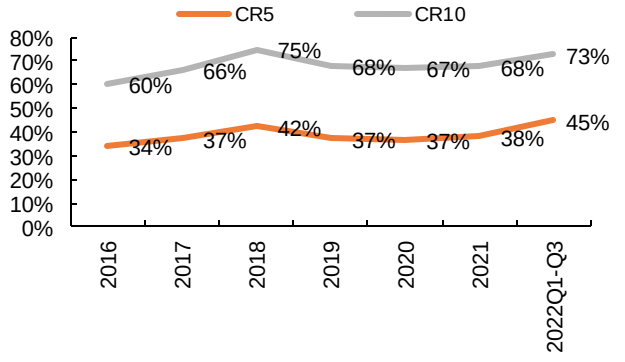


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 头部券商经营凸显韧性，行业集中度上行

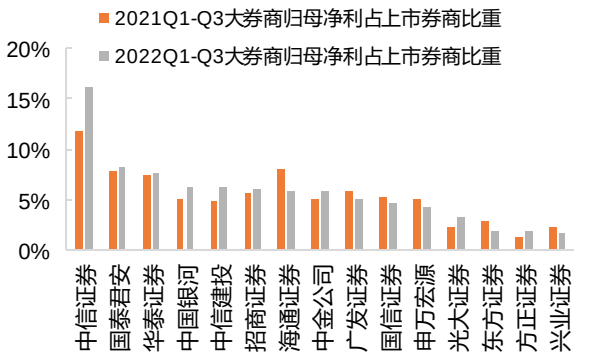
业绩分化加剧，头部券商整体表现优于中小券商。前三季度，归母净利 CR5 集中度（前五家合计值占上市券商合计值比重，下同）同比上升 7.7pct 至 44.7%，CR10 集中度同比上升 5.7pct 至 72.5%。头部券商市场份额普遍增长，归母净利前十的公司中仅海通证券、广发证券、国信证券三家归母净利比重有所下滑，而中信证券、中信建投、中国银河归母净利比重分别提升 4.3pct、1.4pct、1.3pct，在 41 家上市券商中增幅排名前三。

图表7 2022Q1-Q3 上市券商归母净利集中度变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 2022Q1-Q3 上市券商市场份额（归母净利前 15）



资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

轻资产业务：投行收入集中度持续提升，资管小幅下降。近年来注册制改革持续推行、投行专业化程度提升，投行业务趋于头部集中，前三季度投行净收入 CR10 集中度同比提升 6.5pct 至 71.4%。资管业务表现分化，中小券商基数较小、增速较高，CR10 集中度同比下滑 3.0pct 至 78.4%。经纪业务分化较小、集中度较低，CR10 集中度为 58.8%，同比基本持平。

重资产业务：自营收入分化加剧，集中度提升。权益市场波动较大、头部券商优势凸显，前三季度自营收入 CR10 同比增 24.2pct 至 88.2%，头部券商内部表现也出现分化，中信证券、中金公司、申万宏源自营收入排名前三，而海通证券、广发证券等排名下跌较大，预计系用表方式存在差异，非方向性投资、场外衍生品占比较大的券商自营收入相对稳健。信用业务集中度基本持平，CR10 同比降 0.3pct 至 65.5%。

图表9　上市券商各业务净收入集中度变化

	经纪业务		投行业务		资管业务		自营业务		信用业务	
	市场份额	*同比变动*	市场份额	*同比变动*	市场份额	*同比变动*	市场份额	*同比变动*	市场份额	*同比变动*
前 5	34.3%	*-0.2%*	51.9%	*5.1%*	62.8%	*-4.5%*	57.5%	*20.1%*	45.1%	*-1.7%*
前 10	58.8%	*-0.8%*	71.4%	*6.5%*	78.4%	*-3.0%*	88.2%	*24.2%*	65.5%	*-0.3%*
前 20	85.3%	*-0.7%*	89.4%	*3.6%*	94.0%	*-0.6%*	101.4%	*29.5%*	92.0%	*1.5%*

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：前 5、前 10、前 20 位根据各业务净收入排序；市场份额由各业务净收入合计值计算

图表10　头部券商各业务净收入同比变动及排名同比变动（2022Q1-Q3 归母净利润前 10 的上市券商）

		中信证券	国泰君安	华泰证券	中国银河	中信建投	招商证券	海通证券	中金公司	广发证券	国信证券
经纪	收入排名	1	2	3	6	7	4	11	10	5	9
	收入同比	-19.2%	-17.6%	-10.6%	-26.0%	-0.1%	-17.2%	-17.6%	-17.5%	-17.6%	-26.1%
	排名变动	***不变***	***不变***	***+3***	***-3***	***+2***	***+1***	***不变***	***不变***	***-1***	***-2***
投行	收入排名	1	5	6	20	3	11	4	2	21	10
	收入同比	11.1%	28.6%	9.4%	24.0%	31.6%	-13.5%	8.8%	12.7%	28.6%	0.2%
	排名变动	***不变***	***+1***	***-1***	***+2***	***不变***	***-2***	***不变***	***不变***	***+5***	***-2***
资管	收入排名	1	7	3	17	13	14	5	6	2	21
	收入同比	-5.8%	-34.5%	11.2%	-11.4%	1.7%	-15.2%	-31.5%	10.6%	-9.2%	26.3%
	排名变动	***不变***	***-1***	***+2***	***-1***	***-2***	***-4***	***-1***	***+1***	***不变***	***+2***
自营	收入排名	1	7	6	4	8	5	28	2	33	9
	收入同比	-19.4%	-53.0%	-54.0%	-1.3%	-22.4%	-37.9%	-98.8%	-38.4%	-100.9%	-40.4%
	排名变动	***不变***	***-2***	***-2***	***+7***	***+1***	***+1***	***-25***	***不变***	***-23***	***-1***
信用	收入排名	2	4	6	3	7	20	1	40	5	13
	收入同比	-5.0%	-16.6%	-30.8%	-2.7%	23.8%	-39.2%	-6.6%	-49.5%	-16.2%	-17.8%
	排名变动	***不变***	***-1***	***不变***	***+1***	***+4***	***-10***	***不变***	***+1***	***不变***	***-5***

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：收入排名为券商各业务净收入在 41 家上市券商中的排名

二、 通道业务转型一站式服务，打造专业与综合服务能力

2.1 To C 业务：从交易通道转型至综合财富管理服务，周期波动打磨专业服务能力

2.1.1 居民理财需求增加，To C 业务由交易通道转型至综合财富管理服务

居民理财需求增加，推动券商 To C 业务由交易通道转型综合财富管理服务。随着我国经济发展，居民财富不断积累，同时居民财富意识觉醒，资产配置需求明显提升。而资管新规落地，保本保收益理财基本清退、银行理财产品转型净值化管理，资产配置向多元化、复杂化升级，对券商 To C 业务提出更高要求，从过去单一的交易通道向综合财富管理服务转型。

To 业务服务维度不断拓宽，需要券商各项业务有机集合、提升一站式服务能力：

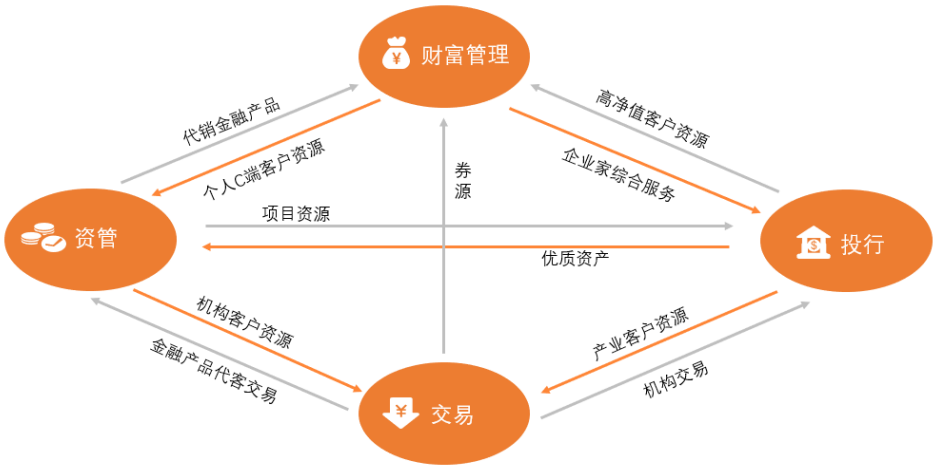
1）经纪业务是 C 端流量入口，连接 C 端客户与券商其他业务，券商既需要通过经纪业务初步触达和积累客户，进而向其他业务导流，提升客户价值，也需要集合公司综合能力，通过经纪业务输出给客户；

2）投行业务是接触企业股东、高管等高净值客户的窗口，券商可在提供保荐承销、财务顾问服务过程中，接触并了解企业家和高管的个人金融需要，积累高净值客户和富裕客户；

3）资管业务是券商财富管理业务重要的产品提供者，部分券商资管及旗下公募基金子公司具备领先的专业投资能力，可提供具备稀缺性和差异化特点的产品，提升财富管理核心竞争力；

4）自营交易业务一方面可为 C 端客户提供融券券源，另一方面可通过自营盘对冲风险、代客持仓，为客户提供嵌入衍生品的结构化资管产品，满足客户个性化的资产配置需求。

图表11　综合财富管理需券商各业务有机结合

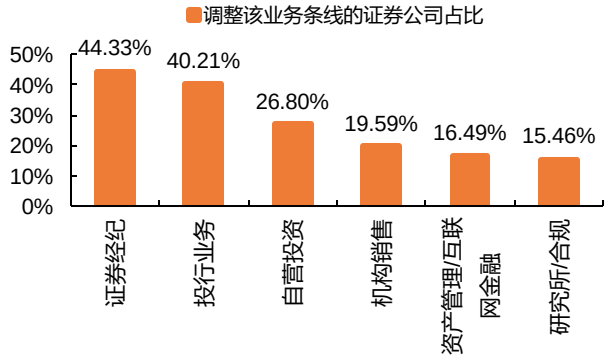


资料来源：平安证券研究所

综合财富管理需调整组织架构、强化业务协同效应。近年来券商加速组织架构调整，据中证协调查结果显示，2021 年 111 家调研券商中有 97 家进行了组织架构调整，其中 44.3%的券商调整证券经纪业务条线，是最主要的调整方向，主要调整内容包括优化部门职责、加强投顾和产品方面的队伍建设等，进一步推动财富管理转型。以中金公司为例，中金公司于 2021 年将境内财富管理全部转移至全资子公司中金财富证券，除了保持原先财富管理委员会下设的财富管理中心、环球家族办公室和财富管理部等 3 大部门外，新增“部落制”改革，即将总部从按职能设立的部门架构，转型为“以客户为中心”的跨职能、扁平化、灵活型的全敏捷组织形式，以实现针对目标客户从产品开发到客户经营的“端到端”全流程经营。

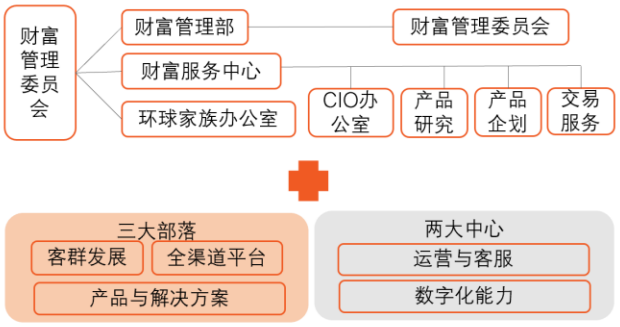
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表12 2021年调整各业务条线的证券公司数量占比



资料来源：中证协，平安证券研究所

图表13 中金财富证券组织架构

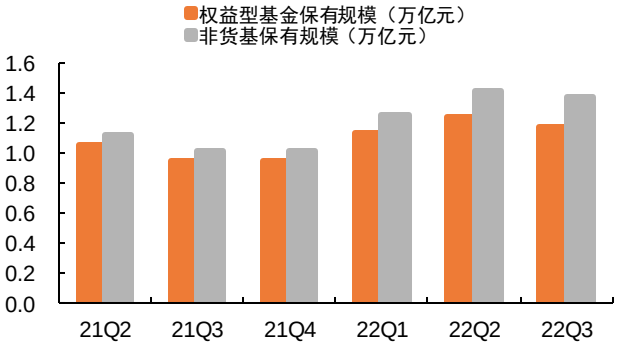


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.1.2 经纪与资管周期性波动，大财富管理转型方向不改

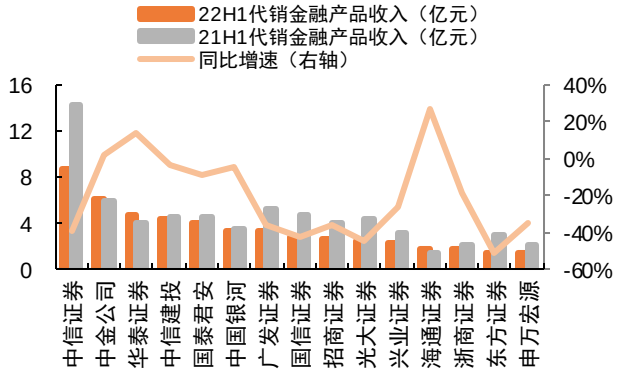
基金保有量环比收缩，券商代销金融产品收入承压。2022Q3前100家基金代销机构中券商渠道非货基、权益型基金保有规模1.4万亿元、1.2万亿元，环比分别下降3.3%、5.8%，但同比仍维持正增23.9%、35.8%。但上半年41家上市券商合计代销金融产品收入为60.8亿元，同比下降25.7%；根据代销金融产品收入排序，前10家合计代销金融产品收入42.2亿元，同比下降23.4%，降幅与行业整体差距不大，说明目前财富管理转型仍处于起步阶段、尚未完成由流量向存量收费的转型。

图表14 前100家代销机构中券商渠道保有规模变动



资料来源：AMAC，平安证券研究所

图表15 上市券商代销金融产品收入（代销收入前15）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

基金投顾试点稳步推进，投顾队伍持续扩容。截至2022年11月底，已有29家券商获得基金投顾试点资格，其中，中信证券、中金公司、华泰证券等头部券商于2020、2021年率先展业，2022以来山西证券、国金证券、华宝证券、东财证券等中小券商也加入展业队列，合计共27家券商获批展业。截至2022H1末，华泰证券、东方证券、中信证券三家券商投顾总规模超百亿水平，较为领先。此外，行业投资顾问数量仍在稳定增长，截至2022年11月底，全行业投顾人数达7.3万，同比增长约8%，而证券经纪人数下降至4.7万，同比下降约17%。

图表16 部分券商2022H1基金投顾展业情况

公司名称	2022H1客户资产规模（亿元）	2022H1累计客户数量（万户）
华泰证券	151	56
东方证券	140	15

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

中信证券	超 100	-
国联证券	74	20
国信证券	56	-
招商证券	43	3
申万宏源	7	10
财通证券	14	3
国泰君安	34	-
山西证券	-	1

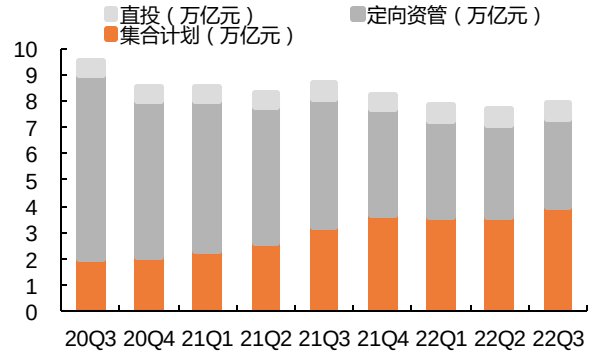
资料来源：公司公告，平安证券研究所

券商资管业务收入短期波动，但私募产品结构优化，公募化转型加速。具体来看：

1）私募业务：截至 2022Q3 末，券商及其子公司私募资管产品合计规模较年初下降 4.1%至 7.9 万亿元，其中集合资管计划规模占比 49.9%，较年初提升 5.6pct，集合资管规模已超定向资管计划，成为最主要的券商私募资管产品。

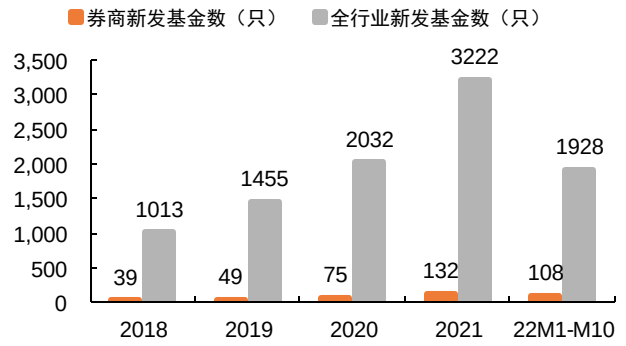
2）公募业务：2022 年 5 月证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》，松绑“一参一控”牌照限制，允许同一集团下证券资管子公司等专业资管机构申请公募牌照。今年以来国金证券、申万宏源、万联证券获批设立资管子公司，中信证券、中金公司、中信建投等券商也申请设立资管子公司，为进一步获取公募牌照做好准备。目前仅 14 家券商及其资管子公司具备公募牌照，东证资管、财通资管、中银证券旗下非货币基金规模较为领先。同时券商资管公募产品持续丰富，尽管今年以来公募基金行业新发数量明显下滑，但前 10 月券商及其资管子公司共成立 108 只公募基金，比去年同期多 3 只。

图表17 券商及子公司私募资管产品规模与结构



资料来源：AMAC，平安证券研究所

图表18 券商及资管子公司与全行业新发公募基金数量



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：新发基金数量统计包括同一基金的不同份额及转型基金

图表19 已获得公募基金牌照的券商及券商资管子公司业务规模（截至 2022/10/31）

	非货基规模（亿元）	权益型基金规模（亿元）
东方证券资管	1,963.8	1,489.9
财通证券资管	1,360.9	150.7
中银国际证券	1,219.0	52.7
中泰证券资管	351.1	158.6
浙商证券资管	241.8	7.0
国泰君安证券资管	228.6	67.3
东兴基金	228.3	2.4
华泰证券资管	209.9	29.9
山西证券	169.1	3.5

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

渤海汇金证券资管	119.9	1.8
长江证券资管	70.9	15.7
国新国证基金	32.0	2.2
国都证券	0.6	0.6
北京高华	0.0	0.0

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

注：东兴证券、华融证券持有公募牌照，但公募基金业务均转移至东兴基金、华融基金（后改名为国新国证基金）

券商增持公募子公司，业绩贡献进一步提升。2022 年以来，中信建投对中信建投基金的持股比例由 75%增至 100%，国泰君安对华安基金的持股比例也由 28%增至 51%，中泰证券对万家基金的持股比例由 49%增至 60%，券商对公募基金子公司的投入力度更大。尽管公募基金行业今年整体业绩承压，但其对上市券商利润、营收的业绩贡献仍在提升,以广发证券为例，2022H1 易方达基金、广发基金对广发证券的合计利润、营收贡献分别为 22.3%、29.1%，同比分别提升 5.2pct、7.0pct。

图表20　上市券商公募子公司的利润、营收贡献变动

上市券商	基金公司	持股比例	22H1 非货基规模（亿元）	22H1 非货基规模排名	22H1 基金公司对券商利润的贡献	21H1 基金公司对券商利润的贡献	22H1 基金公司对券商营收的贡献	21H1 基金公司对券商营收的贡献
广发证券	易方达基金	23%	10974	1	9.31%	6.44%	12.18%	8.52%
	广发基金	55%	6817	3	13.01%	10.71%	16.88%	13.55%
中信证券	华夏基金	62%	7299	2	5.88%	5.18%	6.48%	6.02%
申万宏源	富国基金	28%	6450	4	9.27%	7.55%	8.17%	6.91%
	申万菱信	67%	658	57	1.55%	1.06%	1.65%	1.36%
海通证券	富国基金	28%	6450	4	6.55%	3.88%	8.66%	4.73%
	海富通基金	51%	1009	40	2.24%	0.99%	2.81%	1.38%
招商证券	招商基金	45%	5883	5	10.01%	6.13%	12.23%	7.15%
	博时基金	49%	5445	7	9.98%	6.86%	12.68%	9.41%
东方证券	汇添富	35%	5693	6	55.17%	20.61%	15.53%	12.29%
	长城基金	18%	961	42	1.67%	0.53%	1.13%	0.67%
华泰证券	南方基金	41%	5404	8	6.79%	4.57%	8.33%	7.81%
	华泰柏瑞	49%	1845	25	1.79%	1.26%	2.06%	1.90%
兴业证券	南方基金	9%	5404	8	5.90%	2.56%	6.06%	3.12%
	兴证全球基金	51%	3099	16	34.16%	22.39%	24.29%	19.68%
国信证券	鹏华基金	50%	4469	11	8.46%	6.41%	13.24%	10.85%
长城证券	景顺长城	49%	3769	14	85.37%	41.22%	51.42%	28.51%
	长城基金	47%	961	42	6.65%	4.46%	10.52%	6.48%
国泰君安	华安基金	51%	3610	15	4.08%	2.78%	4.74%	4.02%
西南证券	银华基金	44%	2466	20	90.92%	31.55%	92.83%	45.65%
东北证券	银华基金	19%	2466	20	36.74%	12.32%	14.62%	13.09%
第一创业	银华基金	26%	2466	20	36.50%	32.93%	36.53%	36.22%
中泰证券	万家基金	60%	1736	26	12.91%	5.77%	9.17%	8.27%
光大证券	大成基金	25%	1637	28	3.22%	1.92%	4.48%	2.42%
	光大保德信	55%	649	58	1.92%	2.05%	2.92%	2.27%
长江证券	长信基金	45%	660	55	5.15%	3.20%	4.75%	4.31%
华安证券	华富基金	49%	556	62	0.84%	1.69%	5.46%	5.40%
财通证券	财通基金	40%	483	67	7.21%	2.61%	6.73%	3.31%
中金公司	中金基金	100%	465	69	0.76%	0.18%	1.17%	0.75%
中信建投	中信建投基金	100%	409	76	0.64%	-2.21%	0.98%	-0.57%
国元证券	长盛基金	41%	403	77	2.20%	1.96%	3.77%	4.15%
浙商证券	浙商基金	25%	400	80	0.90%	0.25%	0.45%	0.36%
东吴证券	东吴基金	70%	183	101	0.48%	0.77%	1.58%	1.93%

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

国金证券	国金基金	49%	141	105	0.06%	0.09%	1.34%	1.29%
南京证券	富安达基金	49%	29	144	-1.96%	3.33%	2.00%	4.04%

资料来源：Wind，平安证券研究所

2.1.3 市场调整打磨专业实力，券商在渠道、产品、服务端均具比较优势

权益市场波动考验财富管理机构的专业能力。一方面，2022 年权益市场波动较大、主要指数均明显回撤，板块间轮动加快、市场缺乏明确方向，因此客户更需要专业的投资顾问帮助其均衡配置大类资产，并在市场变动时及时调整组合配置，对财富管理机构的投资能力和资产配置能力提出更高要求。另一方面，投资者风险偏好下降、投资情绪低落，更考验财富管理机构的投资者教育水平，以及投资顾问的长期陪伴能力。

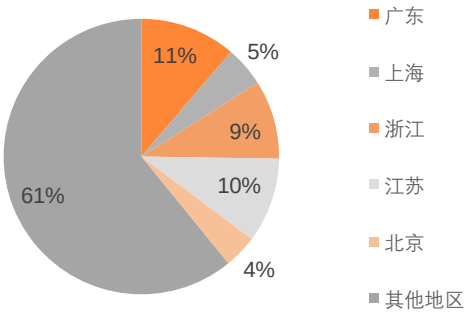
券商深耕资本市场，在渠道、产品、服务三大要素中具备专业优势。具体来看：

1）渠道端：客户体量不占优，但风险偏好较高、客户渠道线上线下均衡发展。

①券商具备全客群服务能力，客户投资者教育充分、风险偏好较高。与银行和互联网平台相比，券商大众客户体量相对较小，但券商大众客户主要由股民转换而来，长期投资者教育更为充分，客户风险偏好更高，更易转化为权益类财富管理客户。此外，券商也具有高净值客户和富裕客户基础，券商投行业务可与公司大股东、高管等建立信任关系，且券商可以为其提供融资融券、股权质押等股权资产服务，易向资产配置、财务规划等财富管理服务转化客户。

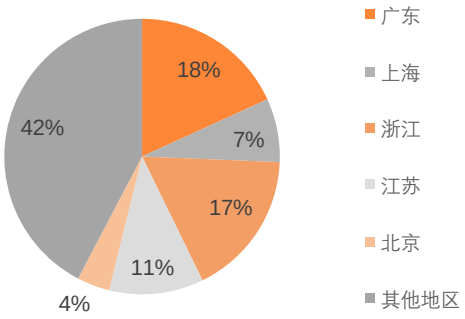
②线上线下渠道建设均衡，多维度服务客户。线上自营 APP 是券商提供标准化服务的重要渠道，近年来头部券商加速 APP 迭代，推出更多特色服务、增强客户粘性，以华泰证券为例，涨乐财富通不仅提供开户、交易、行情等基础功能，还通过短视频、讨论区等功能增强客户与公司投资顾问以及客户之间的互动。线下网点是券商为高净值和富裕客户提供个性化服务的渠道，近年来券商线下网点增速放缓，但布局模式转为深耕一线及新一线城市，与高净值和富裕客户所在地匹配，可满足其面对面的高品质服务需求。2018-2020 年全行业新增营业部中，一线城市和富裕省份的数量占比相对于 2013-2015 年更高。

图表21　2013-2015 年新增营业部地区分布



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表22　2018-2020 年新增营业部地区分布

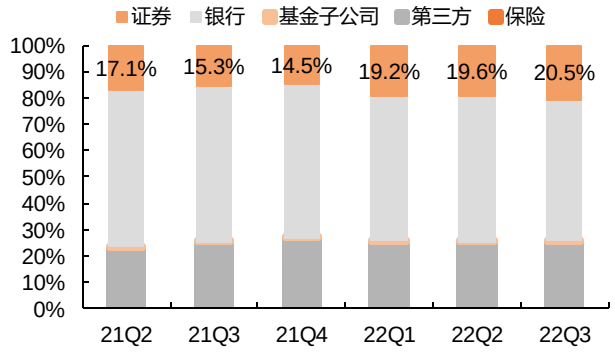


资料来源：Wind，平安证券研究所

2）产品端：代销产品更为丰富，自有产品打造差异化优势。

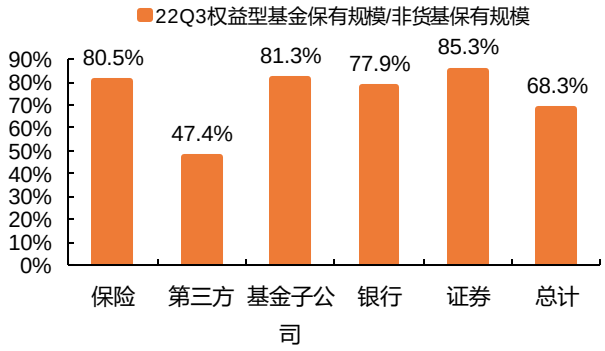
①代销产品选择范围更广，权益型产品筛选能力更强。与互联网平台相比，券商产品选择种类更丰富，除公募基金以外，券商还可以代销私募、信托、资管等，可满足客户多元化和专业化的资产配置需求。此外，券商与公募、私募等资产管理机构业务往来密切，更了解相关机构资产管理能力和产品。由于券商长期深耕资本市场，对权益类产品的筛选能力和服务能力更强，尤其是 ETF 的发行和交易必须通过证券公司，券商在 ETF 代销上更占优，2021Q1 保有规模统计口径中纳入 ETF 后，券商权益型基金保有规模的市场份额明显提升，由 2021Q4 的 14.5%提升至 2022Q3 的 20.5%，同时其权益型基金保有规模在非货基中的占比仍保持高位(2022Q3 为 85.3%), 明显高于银行(2022Q3 为 77.9%)和第三方机构(2022Q3 为 47.4%)。

图表23 前 100 代销机构中券商市场份额变动



资料来源：AMAC，平安证券研究所

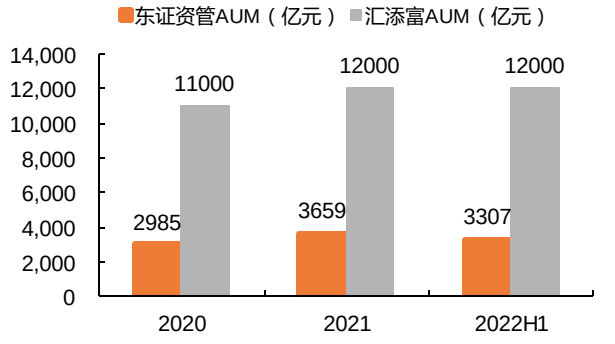
图表24 前 100 代销机构中各类机构权益型基金在非货基保有规模中的占比



资料来源：AMAC，平安证券研究所

②旗下自有产品打造差异化优势。一方面，头部券商投资经验丰富，资管业务发展明显快于同业，资管及旗下公募子公司形成产品端核心竞争力，以东方证券为例，子公司汇添富已具有 17 年的历史，已形成丰富的产品体系和领先的品牌优势，尽管 2022H1 市场波动较大，但汇添富 AUM 仍达 1.2 万亿元，与年初基本持平；资管子公司主打主动管理，旗下“东方红”品牌自 2005 年起成立、品牌效应显著，但受行情下行影响，管理规模有所收缩，截至 2022H1 末东证资管 AUM 为 3306.8 亿元，较年初下降 9.6%。另一方面，券商可通过资管计划嵌入衍生品等方式满足客户个性化需求，例如中金公司通过与客户签订挂钩金融资产的浮动收益凭证或收益互换等衍生品进行对冲，不仅能满足客户对配资或通道等业务的需求，还能管理好自身风险敞口，2021 年末中金公司持有的股票/股权交易性金融资产中 84.9%均为衍生品对冲持仓。

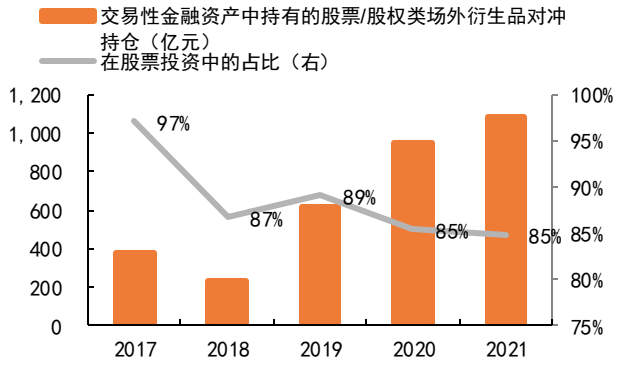
图表25 汇添富与东证资管 AUM 变动



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：汇添富 AUM 为公司年报披露的近似值

图表26 中金公司股票类持仓中衍生品占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3）服务端：市场波动打磨服务能力，加速买方投顾转型。

①市场调整、政策支持，推动券商向买方投顾转型。今年市场波动剧烈，部分基金净值回撤较大，过去券商只负责代销产品的卖方销售模式已经不能满足投资者需求，将促使券商财富管理向“买方投顾”模式的转化。此外，监管出台一系列公募基金相关政策，放宽公募牌照限制、支持券商资管子公司依法申请公募牌照，同时鼓励资管机构加强长期激励约束、提高投资者获得感、扭转“重投轻顾”的展业倾向，有望丰富券商财富管理的产品供给、提升投顾的专业服务和长期服务的能力、加速券商财富管理转型进程。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

②券商天然具有权益类资产的服务优势，专业的投顾服务仍受客户青睐。券商长期为客户提供股票交易、融资融券等业务，对客户权益投资偏好更为了解，同时由于券商长期服务公募、私募，对相关产品认知更深刻，有助于协助客户提升资源配置效率，因此券商在权益类财富管理上更具优势。头部券商专业服务能力占优，更受客户青睐，以中金为例，中金于今年上半年升级公募基金投顾品牌“公募 50”，与原有的“中国 50”、“微 50”一起构成了立体式的中金财富买方投顾体系。公募 50 在全市场公募基金中，精选 50 位基金经理，打造品牌配置池。除了推出 3 只不同策略的标准组合配置外，公募 50 新增了私人定制模式，打造个性化投资组合，强化“投”与“顾”的能力。今年上半年，尽管受市场行情影响，中金财富管理客户账户资产总值由 3.0 万亿元下降至 2.7 万亿元，但客户数量仍保持正增，由 454 万户提升至 547 万户。

图表27 中金公司立体式买方投顾产品体系

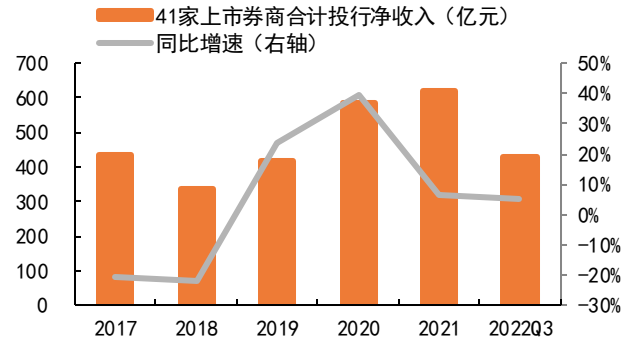


资料来源：公司官网，平安证券研究所

2.2 To B 业务：从保荐通道转型至企业全周期融资服务，龙头券商优势显著

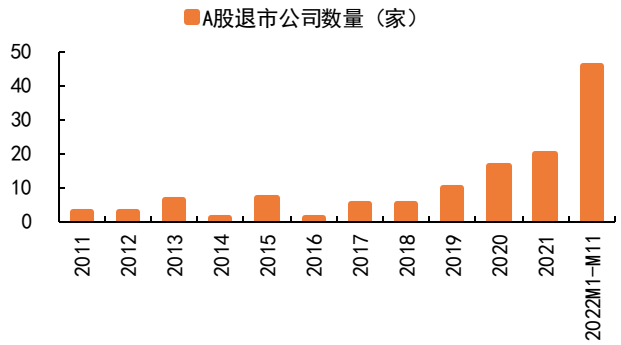
全面注册制改革成为投行业务发展主线，促进投行业务多元化发展。一方面，注册制改革持续发力，IPO 审核效率提升、承销规模增加，券商投行收入增长确定性较高，前三季度 41 家上市券商合计实现投行收入 430.0 亿元，同比增长 5.4%，是上市券商五大业务中唯一实现收入正增的业务；另一方面，注册制配套制度完善，股票上市、退市逐渐市场化，2022 年以来上市公司退市数量明显增加，倒逼券商延长投行服务链条，满足上市公司不同发展阶段的资金需求。

图表28 上市券商合计投行净收入变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表29 A股退市公司数量变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

投行由保荐通道向企业全生命周期融资服务转型升级，驱使券商提升专业和综合服务能力。注册制改革下，资本市场对实体经济支持力度增强，公司融资需求多元，券商需加强业务协同，参与上市公司全生命周期、提供专业的一站式综合服务：

1）企业初创时，投行协同研究业务，提升对新经济产业的理解能力、挖掘优质项目，同时可协同券商私募子公司以及直投业务，对优质项目进行主动投资；

2）企业发展期，投行可提供并购重组、股权激励等财务顾问业务，助力企业直接融资；

3）企业上市时，投行不仅提供传统承销保荐服务，注册制改革背景下，另类子公司也可使用券商自有资金进行跟投，丰富券商重资产业务用表途径；

4）企业上市后，一方面投行可继续深挖企业融资需求，为企业可转债、再融资、并购等提供服务，另一方面可协同财富管理，将企业主、高管转化为财富管理的高净值和富裕客户，为此类客户提供资产配置、融资融券、股票减持等服务。

图表30 投行业务向企业全生命周期融资服务转型升级



资料来源：平安证券研究所

龙头券商投行优势显著，集中度保持高位。投行业务强者愈强、头部集中，2022年前11月A股IPO募集资金CR5、CR10集中度分别为62.5%、76.5%，分别较2019年提升9.9pct、11.2pct。其中，中信证券、中金公司、中信建投市场份额最高，分别26.7%、12.8%、9.4%。中信证券、海通证券、华泰证券市场份额较2019年提升最快，增幅分别为8.8%、6.3%、3.2%。

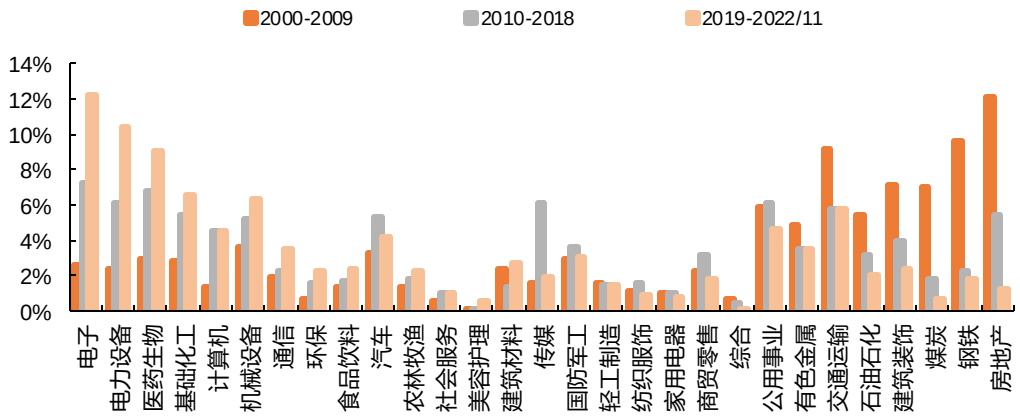
图表31 全市场 IPO 募集资金市场份额变动（2022M1-M11IPO 募资规模前 10 家）

	2019	2020	2021	2022M1-M11	*变动*
中信证券	17.9%	9.3%	15.7%	26.7%	*8.8%*
中金公司	23.7%	10.2%	14.0%	12.8%	*-10.9%*
中信建投	6.9%	17.7%	9.7%	9.4%	*2.5%*
海通证券	1.4%	12.7%	5.8%	7.6%	*6.3%*
华泰证券	2.7%	5.0%	6.7%	5.9%	*3.2%*
国泰君安	2.9%	4.5%	4.8%	5.4%	*2.5%*
民生证券	1.8%	2.5%	3.3%	2.4%	*0.6%*
招商证券	5.6%	3.0%	3.6%	2.2%	*-3.4%*
申万宏源	1.2%	1.5%	2.1%	2.2%	*1.0%*
国金证券	1.1%	3.4%	2.4%	1.8%	*0.7%*
CR5 集中度	52.6%	54.9%	51.9%	62.5%	*9.9%*
CR10 集中度	65.3%	69.9%	68.2%	76.5%	*11.2%*

资料来源：Wind，平安证券研究所

未来优质项目挖掘难度加大，龙头券商以综合服务和专业服务能力筑高竞争壁垒。A 股注册制试点已超三年，科创板、创业板、北交所相继改革，科技创新企业融资门槛下降，股权融资项目中硬科技行业占比明显提升，2019-2022 年 11 月的非金融企业股权融资项目中，电子、电力设备、医药行业融资规模占比分别为 12.2%、10.4%、9.0%，较 2000-2009 年期间的股权融资规模占比分别提升 9.6%、8.0%、6.1%，是规模占比最大、占比提升也最快的三个行业。但与此同时，此类新兴产业的优质企业储备也迅速消耗，未来项目挖掘难度将增大、行业竞争将更为激烈。龙头券商人才储备充足、业务布局领先、产业资源丰富、综合服务与专业服务能力更强，有望不断巩固优势地位。

图表32 非金融企业股权融资规模行业结构变动（据变动幅度排序）



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：股权融资包括 IPO、配股、增发、优先股、可转债、可交换债；非金融企业去除申万一级分类中的银行与非银金融行业

三、 制度建设逐步完善，券商用表路径逐渐丰富

3.1 再融资与杠杆提升共同助力券商资产负债表扩张

上市券商密集再融资，资本中介与交易业务是主要用途。券商密集通过定增/配股补充净资本，截至 2022 年 11 月底，共有 7 家上市券商再融资落地，实际募资金额 737.6 亿元，另有 5 家上市券商发布再融资预案，拟募资额 527.1 亿元，其中，中信证券实际募资金额 273.3 亿元、中金公司预计募资金额 270 亿元，再融资规模相对较大。从募集资金用途来看，近年来券商融资多为满足重资产业务的资本金需求，两融等资本中介和证券及衍生品交易业务是最主要的募集资金投向。

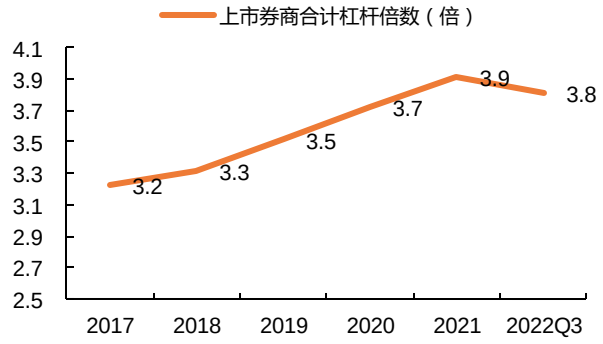
图表33 2022 年上市券商再融资募资结果和再融资预案情况（截至 2022/11/30）

上市券商	发行日/最新公告日	发行方式	预计募资总额（亿元）	实际募资总额（亿元）	募资用途
中信证券	2022/3/2	配股	280.0	273.3	资本中介、增加子公司投入、加强信息系统建设等
国海证券	2022/4/1	增发	85.0	预案	投资与交易、资本中介、资管等
财通证券	2022/4/11	配股	80.0	71.7	投资与交易、资本中介、投行等
中原证券	2022/4/29	增发	70.0	预案	资本中介、投资与交易、子公司增资等
国金证券	2022/5/11	增发	60.0	58.2	资本中介、证券投资、增资子公司等
东方证券	2022/5/27	配股	168.0	127.2	增厚资本金、补充营运资金
锦龙股份	2022/7/1	增发	32.1	预案	偿债、补充公司流动资产
长城证券	2022/8/10	增发	84.6	76.2	资本中介、证券投资、偿债
兴业证券	2022/8/25	配股	140.0	100.9	两融、投资交易、投行、信息系统和合规风控
中金公司	2022/9/13	配股	270.0	预案	支持业务发展资本金需求、补充其他营运资金
国联证券	2022/9/28	增发	70.0	预案	扩大衍生品等交易业务、信用交易业务
华创阳安	2022/11/11	增发	80.0	30.3	证券自营、信用交易、股权投资等

资料来源：Wind，平安证券研究所

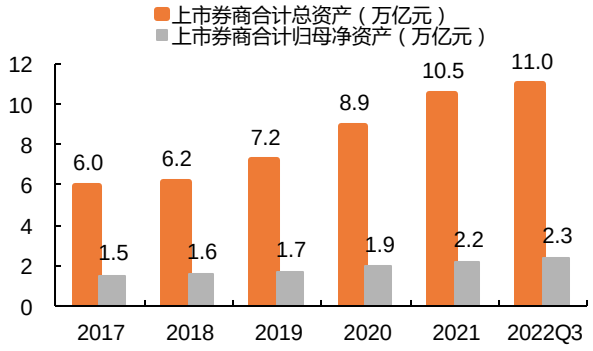
行业整体杠杆倍数稳步增长，资金使用效率提升。近年来券商重资产业务由方向性投资向利用资产负债表为客户提供综合服务转型，券商资金需求提升，上市券商杠杆倍数由 2017 年的 3.2 倍提升至 2021 年的 3.9 倍。今年以来由于权益市场震荡、重资产收入承压，行业放缓加杠杆节奏，截至 2022Q3 末上市券商合计杠杆倍数 3.8 倍，较年初下降 0.1 倍，基本持平。叠加资本端扩张，上市券商总资产规模仍保持稳定扩张，截至 2022Q3 末上市券商合计总资产 11.0 万亿元，较年初正增 4.3%。

图表34 上市券商合计杠杆倍数变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表35 上市券商合计净资产与总资产变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 制度建设逐步完善，券商用表路径优化

3.2.1 衍生品业务稳健发展，平滑券商重资产业绩波动

场内衍生品标的扩容，有望增厚券商衍生品收入。指数期货/期权方面，2022 年 7 月中金所上市中证 1000 股指期货/期权，是中金所第四个股指期货/期权产品；场内 ETF 期权方面，继上证 50ETF 期权和沪深 300ETF 期权后，2022 年 9 月沪深交

易所上市中证 500ETF 和创业板 ETF 期权，11 月深交所宣布将启动深证 100ETF 期权上市工作。证券公司是场内金融衍生品重要的经纪商与做市商，场内金融衍生品的扩容有望进一步增厚券商业绩。

图表36 沪深交易所 ETF 期权上市时间及做市商名单

期权种类	上市时间	做市商
上证 50ETF 期权	2015/2	主做市商（14 家）：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安证券、国信证券、海通资源管理、海通证券、华泰证券、申万宏源证券、招商证券、中泰证券、中信建投证券、中信中证资本、中信证券 一般做市商（7 家）：长江证券、西部证券、国泰君安风险管理、银河德睿、永安资本、浙期实业、中金公司
上交所沪深 300ETF 期权	2019/12	主做市商（13 家）：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安证券、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、中信中证资本、中信证券 一般做市商（7 家）：长江证券、西部证券、国泰君安风险管理、银河德睿、永安资本、浙期实业、中金公司
深交所沪深 300ETF 期权	2019/12	主做市商（15 家）：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、西部证券、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、申万宏源、中信中证资本、银河德睿 一般做市商（5 家）：长江证券、国泰君安风险管理、中金公司、浙期实业、海通资源管理
上交所中证 500ETF 期权	2022/9	主做市商（14 家）：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安证券、国信证券、海通证券、华泰证券、海通资源管理、申万宏源证券、招商证券、中泰证券、中信建投证券、中信证券、中信中证资本； 一般做市商（6 家）：长江证券、国泰君安风险管理、西部证券、银河德睿、永安资本、中金公司
深交所中证 500ETF 期权	2022/9	主做市商（13 家）：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、申万宏源证券、招商证券、中泰证券、中信建投证券、中信证券、中信中证资本； 一般做市商（7 家）：长江证券、国泰君安风险管理、海通资源管理、西部证券、银河德睿、浙期实业、中金公司
深交所创业板 ETF 期权	2022/9	主做市商（14 家）：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、申万宏源证券、西部证券、招商证券、中泰证券、中信建投证券、中信证券、中信中证资本； 一般做市商（6 家）：长江证券、国泰君安风险管理、海通资源管理、银河德睿、浙期实业、中金公司

资料来源：上交所，深交所，平安证券研究所

监管趋严，场外衍生品业务短期增速放缓，长期业务空间仍较大。2020、2021 年场外期权、收益互换新规相继落地，对券商经营场外衍生品业务的资质、风控、流程等均有详细规定，明确仅获得交易商资格的券商可与客户开展场外衍生品业务，且对不符合交易商条件的券商设置 1 年过渡期，过渡期内不得新增业务规模。截至 2022 年 11 月底，一级交易商共 8 家，自 2021 年 1 月以来未有新增，牌照价值仍较为稀缺；二级交易商共 37 家，今年以来 4 家券商首次获二级交易商资质，而 2 家券商因过渡期结束后仍不符合交易商条件而被调出名单。监管趋严背景下，短期内场外衍生品市场增速放缓，截至 2022 年 9 月末，场外期权和收益互换合计存量规模为 2.1 万亿元，较年初增长 5.2%，但长期来看，业务发展更为规范，市场风险对冲需求仍旺盛，券商场外衍生品作为控制风险、匹配定制化投资组合的关键业务，成长空间仍较大。

图表37 场外期权做市商名单（截至 2022/11/31）

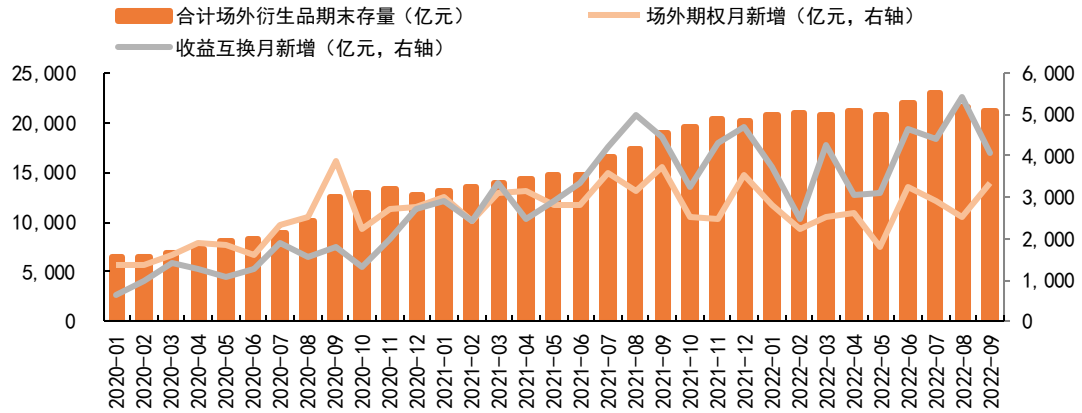
	公司名称
一级交易商（8 家）	广发证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券、申万宏源
二级交易商（37 家）	安信证券、北京高华、长城证券、长江证券、财通证券、东方财富、东方证券、东莞证券、东海证券、东吴证券、东兴证券、方正证券、光大证券、国金证券、国联证券、国信证券、国元证券、海通证券、华宝证券、华创证券、华鑫证券、开源证券、南京证券、平安证券、瑞银证券、西部证券、湘财证券、兴业证券、银河证券、浙商证券、中泰证券、中银国际、华安证券（过渡期）、华西证券（过渡期）、山西证券（过渡期）、天风证券（过渡期）、西南证券（过渡期）

资料来源：上交所，深交所，平安证券研究所

注：东北证券、信达证券于 2022 年 5 月调出二级交易商名单

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表38 券商场外衍生品业务规模统计



资料来源：Wind，中证机构间报价系统公司官网，平安证券研究所

衍生品业务降低自营风险敞口，头部券商业绩韧性更高。场内衍生品做市商牌照与场外衍生品交易商牌照均有限，且对券商资本实力、人才投入、产品创设能力等综合实力要求较高，因此头部券商更具优势。衍生品业务主要为代客持仓、风险敞口较小，因此衍生品业务发展较好的头部券商自营业务表现更稳健，据 2022H1 末衍生金融资产在总资产中的占比排序，前 10 家上市券商前三季度合计自营收入同比下降 36.6%，下降幅度窄于行业整体水平。

图表39 衍生金融资产在总资产中占比最高的 10 家上市券商自营业务收入表现

	2022H1 衍生金融资产占比	2022Q3 自营收入（亿元）	2021Q3 自营收入（亿元）	*同比增速*
中金公司	2.8%	71.3	115.7	*-38.4%*
华泰证券	2.7%	44.4	96.5	*-54.0%*
中信证券	2.2%	124.1	154.0	*-19.5%*
申万宏源	1.0%	52.6	72.7	*-27.7%*
国联证券	0.9%	9.3	9.8	*-5.4%*
浙商证券	0.7%	6.7	14.8	*-54.8%*
招商证券	0.6%	45.7	73.5	*-37.9%*
中信建投	0.6%	43.2	55.6	*-22.4%*
东兴证券	0.6%	-2.5	5.5	*-144.6%*
国泰君安	0.5%	43.6	92.7	*-53.0%*
前 10 家合计	**1.6%**	**438.3**	**690.9**	***-36.6%***
前 20 家合计	**1.1%**	**521.2**	**982.4**	***-47.0%***
41 家上市券商合计	**0.9%**	**595.3**	**1243.8**	***-52.1%***

资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2.2 科创板股票做市正式启动，拓宽头部券商重资产业务范围

科创板股票做市制度正式落地，头部券商率先获得试点资格。此前券商主要在银行间债券市场、银行间外汇市场、场内外衍生品市场、新三板、公募 REITs 和 CDR 业务中担任做市商，2022 年 10 月 31 日科创板做市商业务正式启动，填补 A 股股

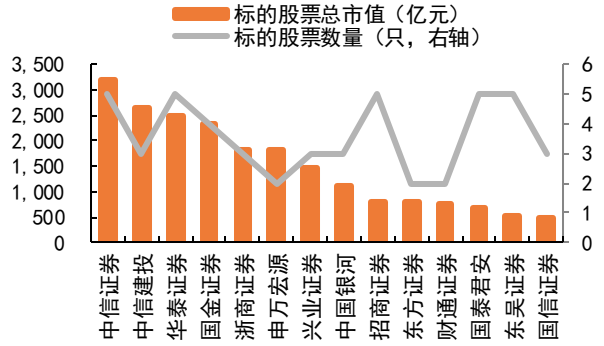
票做市业务的空白。首批试点涉及 14 家做市商和 42 家科创板股票，试点做市商包括中信、国君、华泰、建投等头部券商，其中，中信证券做市标的合计市值最高，建投、华泰次之，头部券商资本实力雄厚，更有能力承担高市值股票的做市服务。

图表40 我国做市商制度历史沿革



资料来源：上交所，证监会，北交所，中金所，平安证券研究所

图表41 首批试点的 14 家做市商做市标的数量与市值

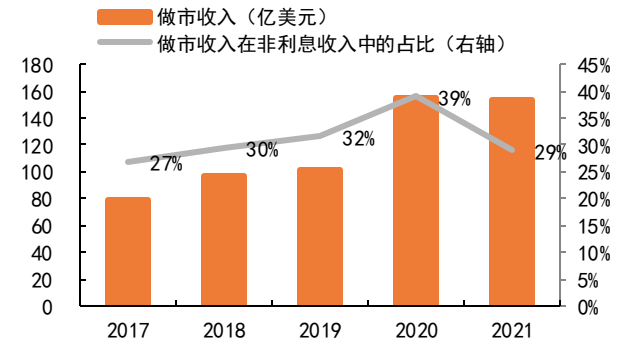


资料来源：Wind，平安证券研究所

注：标的股票总市值由2022/10/31 收盘价计算

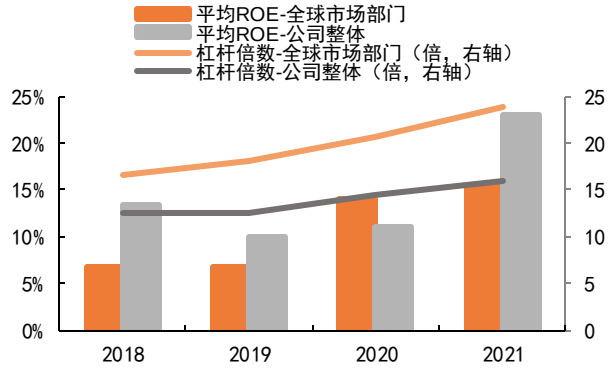
做市业务有望增厚券商利润、提升杠杆与 ROE 水平。借鉴海外经验，做市业务已成为海外大型投行核心业务之一，具备高收入贡献、高杠杆和高 ROE 特点。以高盛为例，2021 年高盛做市业务贡献收入 153.5 亿美元，在非利息收入中的占比达 29.0%，是公司营收贡献最高的业务。做市业务所在的全球市场部门杠杆倍数长期高于公司整体水平，且从 2018 年的 16.6 倍持续增长至 2021 年的 23.8 倍，带动公司整体杠杆倍数的提升，同时高杠杆也推高全球市场部门及公司 ROE 的表现，2021 年全球市场部门、公司整体的 ROE 分别为 15.3%、23.0%，较 2018 年提升 8.5pct、9.7pct。借鉴海外经验，随着做市品类的持续丰富，做市业务将成为国内券商资产负债表运用的重要路径，助推券商增厚利润、提升杠杆和 ROE 水平。

图表42 高盛做市业务收入及其在非利息收入中的占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 高盛全球市场部门及公司的杠杆倍数与 ROE



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2.3 跟投业绩短期承压，考验投行筛选与定价能力

市场波动、新股破发，券商跟投业绩承压。随着注册制改革推进、跟投制度完善，新股跟投也成为券商重要的资金配置方式之一，但今年以来新股上市破发事件频发、券商跟投业绩明显承压，前三季度券商跟投的 106 只新股中 44 只在上市首日出现破发，首日跟投浮动盈亏为 16.9 亿元，而去年同期跟投 127 只新股中无首日破发，首日跟投浮动盈亏达 85.1 亿元，远高于今年。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投行需进一步加强专业能力，提升定价准确性。受跟投收入下滑影响，上半年券商另类及私募股权子公司业绩表现较弱、净利润贡献较去年明显下滑，以海通证券为例，上半年海通开元、海通创新证券的净利润贡献分别为 7.4%、4.6%，较 2021 年全年的净利润贡献分别下降 12.5pct、8.6pct。注册制改革已进入深水区，新股发行定价将趋于市场化，倒逼投行进一步提升项目筛选能力、强化承销职能、优化估值定价能力。

图表44 2022H1 部分头部券商投资子公司净利润及贡献变动

公司	子公司	2021 净利润（亿元）	2021 净利润贡献	2022H1 净利润（亿元）	2022H1 净利润贡献
海通证券	海通开元	25.5	19.9%	4.5	7.4%
	海通创新证券	16.8	13.1%	2.8	4.6%
中信证券	中信证券投资	24.1	10.4%	2.7	1.6%
	金石投资	8.3	3.6%	1.9	1.2%
中金公司	中金资本	8.0	7.4%	2.7	4.5%
	中金浦城	7.2	6.7%	2.3	3.8%
中信建投	中信建投投资	7.9	7.7%	1.1	1.7%
	中信建投资本	2.8	2.7%	0.3	0.5%
华泰证券	华泰创新投资	7.3	5.5%	-1.7	-2.1%
	华泰紫金	6.3	4.7%	-3.9	-5.0%
招商证券	招商致远	0.4	0.4%	0.0	0.0%
	招商投资	10.1	8.7%	0.9	1.4%

资料来源：Wind，平安证券研究所

四、 全面注册制蓄势待发，资本市场改革将持续深化

4.1 政策面回顾：融资端完善注册制配套制度，投资端持续优化市场主体

2022 年资本市场延续深化改革，加速证券公司业务模式转换，为证券行业提供长期估值支撑。

1）融资端：注册制配套制度逐渐完善，科创板继续基础制度先行先试、股票做市及配套制度正式启动；同时多层次资本市场继续完善，北交所两融、做市等业务细则正式发布；此外，常态化退市机制继续优化，加强退市后监管工作，退市公司数量创历史新高。

2）交易端：持续丰富市场主体，个人养老金制度正式启动、助力居民财富向资本市场长期资金转换，券商“一参一控”松绑、支持公募基金高质量发展，加速外资入市、互联互通机制拓展至 ETF；此外，两融标的扩容、转融资市场化改革开启，也进一步强化市场价值发现功能。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表45 2022年资本市场与证券行业重要政策一览

	时间	政策事件	政策主要内容
融资端	2022/1/17	证监会召开2022年系统工作会议	明确“稳字当头、稳中求进”，明确以全面实行股票发行注册制为主线，统筹完善多层次市场体系；统筹开放和安全，坚定不移推进制度型开放
	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》	拓展互联互通存托凭证业务的适用范围，境内将深交所符合要求的上市公司纳入，境外拓展至瑞士和德国
	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》	科创板股票做市业务顶层设计正式落地，上交所起草配套实施细则和业务指南征求意见稿，明确试点做市商条件
	2022/5/20	沪深交易所发布科技创新公司债券相关指引	科技创新公司债券试点转常规，主要服务于科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类等四类发行人
	2022/10/28	上交所发布《科创板做市借券业务细则》，公布首批试点做市商和股票名单	明确科创板做市借券的券源、保证金、交易方式、信息披露等，科创板做市交易业务正式启动
	2022/11/11	北交所发布《北京证券交易所融资融券交易细则》	明确融资融券业务流程、保证金、标的股票等规定，北交所两融业务落地
	2022/11/18	北交所发布《北京证券交易所股票做市交易业务细则》及配套业务指引（征求意见稿）	明确做市商申请与终止、权利与义务、监督管理等方面的规则，北交所做市业务将启动
投资端	2022/4/21	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》	搭建个人养老金基础制度框架，明确个人养老金定位、税收激励方式、缴纳上限、产品等
	2022/4/26	证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	放宽公募牌照限制，支持资管机构专业化、差异化发展，要求资管机构建立长效激励约束机制；优化投资者服务，树立长期投资理念；强化监管机构效能，进一步提升行业合规风控水平
	2022/5/20	证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》	完善基金管理公司设立与股东等条件，优化公募牌照准入制度，“一参一控”限制转为“一参一控一牌”
	2022/6/24	证监会发布《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》	内地与香港股票市场互联互通机制拓展至ETF
	2022/7/4	央行宣布开展香港与内地利率互换市场互联互通（“互换通”）合作	便利境外投资者参与境内人民币利率互换市场，加强跨境衍生品业务发展
	2022/10/20	中证金融宣布启动市场化转融资业务试点，并降低转融资费率	转融资业务开始市场化试点，证券公司可以在1~182天的期限范围内自主确定资金使用期限，并在转融资费率上下限之间报价；同时转融资费率整体下调40bp，降低券商融资成本
	2022/10/21	沪深交易所扩大融资融券标的范围	标的数量共增加600只，扩大后沪深两市标的股票流通市值占比增加至约90%
	2022/11/4	五部门联合发布《个人养老金实施办法》，证监会发布《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》，银保监会发布《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）》，财政部发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	个人养老金投资公募基金：放宽养老目标基金的准入门槛，强调投资者适当性管理； 商业银行：商业银行全程参与，要求免收各类费用，理财产品聚焦产品供给； 税收优惠：个税递延采用EET模式
	2022/11/8	证监会正式发布首批个人养老金基金名录和个人养老金基金销售机构名录	截至11月18日，共有40家基金公司旗下的129只养老目标基金产品被纳入个人养老金基金名，37家基金销售机构被纳入个人养老金基金销售机构名录
	2022/11/25	人社部公布个人养老金先行城市	北京等36地入选个人养老金先行城市（地区）名单，多家银行正式上线个人养老金业务

资料来源：Wind，证监会，央行，银保监会，平安证券研究所

4.2 政策面展望：全面注册制箭在弦上，资本市场更好服务实体经济与居民财富管理

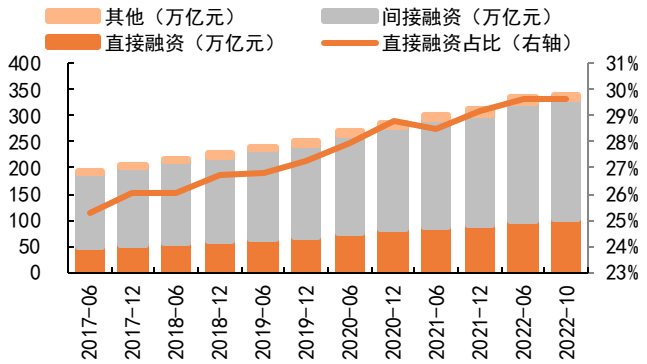
全面注册制蓄势待发，资本市场直接融资功能将持续强化。自2019年科创板注册制改革以来，IPO审核与发行明显加速，上市公司数量稳定提升，截至2022年10月末，沪深两市共计4986家上市公司，较2018年底提升39.1%。直接融资比重持续增长，社融中直接融资存量达101.3万亿元，占比29.7%，较2018年底提升2.9pct。对比海外，我国2021年底的A股股票化率为80.3%，同期美国、日本股票化率分别为194.9%、138.9%，我国直接融资仍有较大提升空间。未来随着注册

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

制改革推广至主板，资本市场资源配置功能与价格发现功能优化，直接融资尤其是股权融资将发挥更重要的作用，证券行业作为资本市场的重要参与者和中介机构，将持续受益于注册制改革。

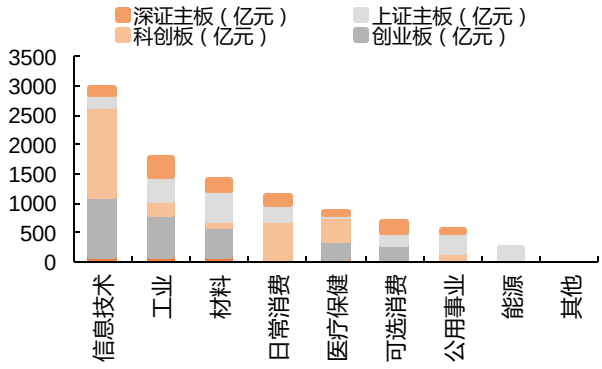
资金将持续流向硬科技板块，助力科技创新高质量发展。政策支持向新兴科技企业倾斜，硬科技企业仍是上市主力军，截至 2022 年 11 月底，IPO 排队的 909 家非金融企业中，信息技术、工业、材料行业 IPO 排队数量最多，分别为 256、237、155 家；拟募资规模也最大，规模占比分别为 31.0%、18.5%、14.7%；从上市板块来看，创业板存量项目最多，排队非金融企业数量 362 家，科创板存量项目拟募资规模最大，拟募资规模占比达 32.2%。内部业务协同较好、优质项目挖掘能力较强的头部券商将更能把握经济结构转型升级的机遇。

图表46 我国直接融资规模及其在社融中的占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表47 IPO 排队非金融企业募集资金规模结构（截至 2022/11/30）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

居民财富向资本市场长期资金转换，助力券商加速财富管理转型升级。一方面，政策限制放开，鼓励供给端持续丰富产品体系、转型买方投顾，承接居民财富管理需求。资管新规过渡期结束、通道业务遏制效果显现，助力券商资管及旗下投资子公司提升主动管理能力、加速产品创新，叠加相关政策支持，公募 REITs、养老主题 FOF 等产品快速发展。基金投顾试点也陆续开始展业，将推动券商由卖方销售到买方投顾的模式转变。另一方面，监管完善相关业务规范，保证行业健康稳健发展。今年以来，针对公募基金行业，监管细化管理人资质、薪酬管理、激励约束等要求，将促进基金公司稳健经营和可持续发展。

合规监管趋严，进一步压实中介机构责任。近年来除业务规范持续完善，监管对券商的处罚频率与力度均有所加大，据华锐金融科技研究所报告显示，今年上半年证监会及其派出机构对券商开出 173 张罚单、对基金公司开出 10 张罚单，而去年同期仅为 96 张。其中，投行、经纪、资管仍是监管最关注的三个业务，投行、经纪业务上半年罚单数均为 40 张，分别占全部罚单的 41%。监管部门不断加强业务监管力度，短期内或将影响部分券商的业务资格和展业情况，但长期来看，将倒逼券商完善风控建设、营造良好行业生态，夯实券商成长基础。

五、 投资建议及风险提示

5.1 投资建议

目前市场短期仍缺乏明确方向，但资本市场长期向好趋势不变，券商商业模式从周期向成长的转型趋势不变，长期仍看好证券行业长期成长性。截至 2022 年 12 月 5 日，证券指数（申万二级）PB 仅为 1.2 倍，位于近 10 年历史前 5.5%分位，具备长期配置价值。建议关注综合能力较强、业务布局领先的龙头公司，如中信证券、中金公司、东方财富。

1）轻资产业务：To C 业务向综合财富管理服务转型，短期业绩有所承压，但长期转型方向不改、市场波动进一步打磨专业服务能力；To B 业务向企业全生命周期融资服务转型，注册制改革考验券商专业和综合服务能力，龙头券商更具优势。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2）重资产业务：近年来上市券商密集再融资，叠加财务杠杆提升，共同助力券商资产负债表扩张，同时资本市场制度建设逐步完善，场外衍生品、股票做市、注册制跟投等改革逐步落地，券商用表途径趋于多元化，有助于平滑投资业绩波动、撬动更高杠杆、提升 ROE 水平。

5.2 风险提示

1、权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度及投资收益，进而影响证券行业整体业绩表现、加剧保险板块行情波动。

2、疫情反复致使投资者风险偏好降低，交投活跃度或将下滑，拖累市场景气度。

3、宏观经济下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性。

4、资本市场改革不及预期，全面注册制、金融对外开放等改革措施推进放缓，资本市场政策红利低于预期。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033