

券商 ROE 会触底回升吗

——行业深度报告

投资要点

- **导读：**板块 PB 受 ROE 拖累下行，未来行业 ROE 有望随着高盈利能力的财富管理业务及高杠杆的创新业务发展而提高至 9%，对应 PB 有约 40%的提升空间。
- **ROE 仍是估值中枢**
ROE 仍是券商股估值之锚。从行业数据来看，行业 ROE 与 PB 变动趋势基本保持一致，且在重资本业务收入占比提高后，PB 与 ROE 的关联度更高。从历史行情来看，每轮行情中券商估值修复的程度和行业 ROE 水平有较高相关度。
- **ROE 为何波动下滑**
营收结构改变：2012 年以前，经纪、投行、资管业务等轻资产业务收入占比高达 70%，传统经纪业务单项即占比 50%。2012 年创新大会后，两融业务、股票质押业务得到快速发展，自营投资范围扩大，券商资产负债表迅速扩张，2012-2015 年总资产的增速分别为 9%/21%/97%/57%，两融、自营等重资产业务收入占比由 2011 年的 4%提升至 2021 年的 50%。由于轻资产业务的 ROE 水平高于重资产业务，随着业务结构的改变，证券行业的 ROE 逐渐走低。
业务费率下滑：代买、投行、两融、资管等多项业务的费率均出现不同程度的下滑，如代买佣金率从 2011 年的 0.08%下降至 22H1 的 0.02%，资管费率从 2011 年的 0.75%下滑至 22H1 的 0.35%，主要是因为牌照红利消退，同质化的通道业务因激烈竞争而产生“价格战”。投资收益跟随资本市场表现变化而出现波动，也给 ROE 带来周期性。
- **ROE 未来如何提升**
1、财富管理业务盈利能力强。
代销：代销的费率远高于代买，如基金的代销费率在 0.5%-1.5%左右，而代买的费率在 0.024%左右。随着券商财富管理转型步伐加快，代销金融产品收入占经纪业务收入的比重逐渐提高（22H1 达 11%），有助于拉高经纪业务盈利能力。
资管：券商旗下公募基金、券商资管子公司、股权投资子公司等均有 20%-40%的 ROE，远高于券商 6%左右的水平，因此做大资管有助于拉高公司整体 ROE。
2、重资本业务发展，增加用表需求。
两融：1）政策支持：2021 年，银保监会允许保险资金参与证券出借业务。2022 年，两融标的第 7 次扩容。2023 年，全面注册制征求意见稿中提及新股在上市首日即纳入两融标的范围。多项利好政策能够支撑两融规模扩大。**2）资金补充：**2020 年以来发布再融资预案的公司募集资金用途说明中，投向资本中介业务的资金占比接近 40%，券商为发展两融业务补充了资本金。
衍生品：作为资本消耗型业务的衍生品业务是公司扩表提杠杆的关键，从我国情况来看，场外期权一级交易商共有 8 家，8 家一级交易商的杠杆水平明显高于上市券商平均水平，22Q3 末分别为 4.45 和 3.82，发展创新型业务、提高用表能力能够提升券商杠杆，从而撬动 ROE。
- **3、ROE 有望提升到什么水平。**
权益乘数：我国券商财务杠杆上限约 6 倍，用表能力较强的头部券商有望触及监管上限，但大部分中小券商若没有较好的用资去向，很难将杠杆大幅提升。随着重资本业务日益发展壮大，我国证券行业权益乘数（毛杠杆）从 2016 年的低点起不断提升，22H1 末达 4.2 倍，未来我们预计证券行业杠杆能继续提升至 4.5 倍（2015 年的阶段性高点）。
ROA：从高盛的资产管理板块 ROA 来看，过去三年分别为 3%/2%/8%，均值为 4%，高于其他板块 1%-2%左右的 ROA 水平。借鉴高盛的经验，随着我国财富管理、资产管理业务发展壮大，有望拉高券商整体 ROA 水平。当前我国券商 ROA 水平约 1.6%-1.8%，我们假设后续能提升到 2%。

行业评级：看好(维持)

分析师：梁凤洁
执业证书号：S1230520100001
021-80108037
liangfengjie@stocke.com.cn

研究助理：洪希柠
hongxining@stocke.com.cn

研究助理：胡强
huqiang@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《全面注册制来临，助力板块估值提升——行业点评报告》
2023.02.02
- 2 《转型效果明显，积极进军公募——大资管行业系列专题报告四》 2023.01.06
- 3 《把握两大机遇，迎接业绩向上——2023 年证券行业投资策略》 2022.12.04

行业层面，综合权益乘数和 ROA 来看，长期行业 ROE 有望提升至 9%，结合历史数据来看，谨慎考虑对应的 PB 估值约 2 倍，较当前 1.4 倍仍有 42% 的空间。个股层面，在财富管理以及重资本业务方面发展领先的券商有望提升较多。

□ 投资建议

历史经验表明，券商 ROE 与估值水平高度相关，2007-2018 年行业 ROE 波动下滑，拖累板块估值。但随着财富管理以及衍生品等重资本业务发展向好，长期来看行业 ROE 有望提升至 9%，对应 PB 有约 40% 的提升空间。围绕提升 ROE 的方法进行选股，主要有两条路线，一是高盈利能力的轻资产业务有优势的公司，当前代表是大财富管理类券商，如东方证券、广发证券、东方财富；二是高杠杆、用表能力强的公司，主要是低估值的龙头券商，如中信证券、中金公司 H。

□ 风险提示

宏观经济大幅下行，导致财富管理业务盈利能力下降；流动性大幅收紧，导致融资成本上升；监管政策趋严，导致创新业务发展过慢。

正文目录

1 券商股 ROE 与估值的关系	6
2 ROE 为何降低且呈周期性	8
2.1 营收结构改变	9
2.2 业务费率下滑	9
3 未来行业 ROE 将如何提升	14
3.1 轻资产业务	14
3.2 重资产业务	20
3.3 提升到什么程度	25
4 投资建议	26
5 风险提示	27

图表目录

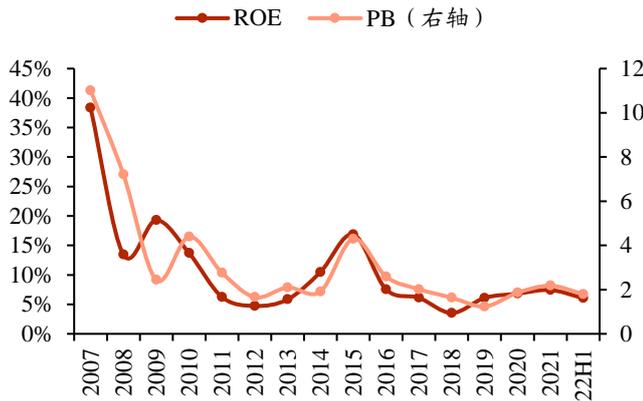
图 1: 证券行业 ROE 与 PB 变化趋势一致	6
图 2: 个股 ROE 与 PB 关联度较高	6
图 3: 证券行业 ROA 与 PB 变动关系	7
图 4: 证券行业权益乘数与 PB 变动关系	7
图 5: 我国证券行业历年 ROE 情况	8
图 6: 证券行业 ROE 变化趋势与 ROA、权益乘数变化趋势一致	8
图 7: 证券行业 ROE 与 ROA 变化趋势	9
图 8: 证券行业 ROE 与权益乘数波动趋势	9
图 9: 证券行业营收结构	9
图 10: 沪深股市日均成交额放大	10
图 11: 证券行业佣金率持续下滑	10
图 12: 市场日均两融余额及证券行业两融利息收入	11
图 13: 头部券商两融利率	11
图 14: 券商资管规模及证券行业资管收入	11
图 15: 券商资管结构优化	11
图 16: 证券行业资管平均费率	12
图 17: 市场股权承销规模及增速	12
图 18: 市场债权承销规模及增速	12
图 19: 证券行业承销保荐收入及规模变化趋势	13
图 20: 证券行业承销保荐费率	13
图 21: 我国证券行业投资收入波动较大	13
图 22: 摩根大通主要业务 ROE 比较	14
图 23: 摩根士丹利主要业务 ROE 比较	14
图 24: 证券行业代销收入及占营收比重	15
图 25: 上市券商代销收入占经纪业务净收入比重	15
图 26: 证券公司短融发行 规模及利率	20
图 27: 证券公司短期公司债发行规模及利率	20
图 28: 美国场外股票类衍生品名义本金占总市值比重较高	24
图 29: 场外衍生品初始名义本金/境内上市公司总市值逐年提升	24
图 30: 我国场外衍生品新增名义本金	24
图 31: 高盛各业务板块杠杆倍数	24
图 32: 一级交易商杠杆倍数更高	24
表 1: 历次行情中估值修复程度与 ROE 水平相关	6
表 2: 证券公司代销基金费率	15
表 3: 券商资管子公司 ROE 情况	16
表 4: 券商资管子公司的利润贡献度	16
表 5: 部分大型公募基金 ROE	17
表 6: 证券公司旗下公募基金的利润贡献度	17
表 7: 头部券商私募子公司对净利润的贡献度	19

表 8: 券商股权投资、另类投资子公司 ROE.....	19
表 9: 证券公司发行短期融资券相关政策.....	21
表 10: 历次两融标的扩容情况.....	21
表 11: 券商再融资金投向.....	22
表 12: 券商轻、重资产业务部分指标总结.....	26

1 券商股 ROE 与估值的关系

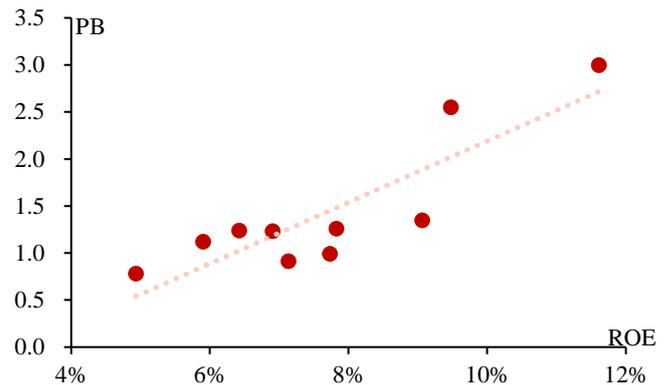
根据 ROE 与 PB 的线性关系可知，ROE 仍是券商股估值之锚。从行业数据来看，证券行业 ROE 与 PB 变动趋势基本保持一致，且在营收中重资本业务占比提高后，PB 与 ROE 的关联度更高。从个股数据来看，我们选取市值排名前 10 的公司作为样本，发现公司的 ROE 与 PB 呈现出高度相关性。

图1：证券行业 ROE 与 PB 变化趋势一致



资料来源：wind，证券业协会，浙商证券研究所

图2：个股 ROE 与 PB 关联度较高



资料来源：wind，浙商证券研究所

根据历史行情复盘可知，PB 的修复程度与 ROE 高度相关。我们在《“花”相似，“人”不同——券商行情复盘及展望》中对过去 15 年中的券商历次大行情做过总结，发现每轮行情中券商估值修复的程度和行业 ROE 水平有较高相关度。2007 年行业 ROE 约 40%，PB 最高达到 17.7 倍，PE 在 100 倍以上。2018 年行业 ROE 为 3.5%，PB 仅提升至 1.8 倍，PE 提升至 39 倍。因此，提升 ROE 是拔高券商股估值的关键。

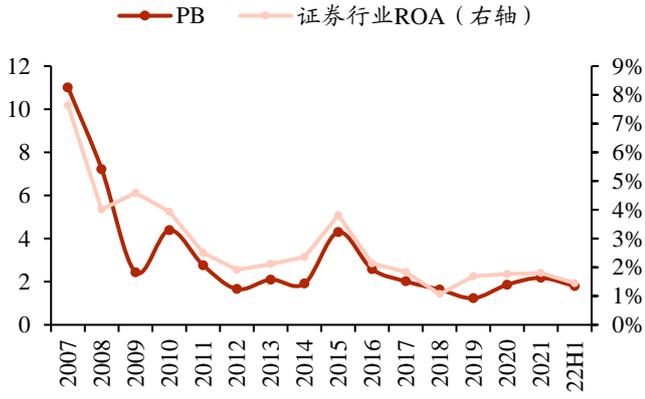
表1：历次行情中估值修复程度与 ROE 水平相关

	2006-2007	2008-2009	2012-2013	2014-2015	2018-2019	2020
ROE 水平	2007 年 ROE 约 40%	2008-2009 年 ROE 在 10%-20% 左右	2012-2013 年 ROE 在 4%-6% 左右	2014-2015 年 ROE 在 10%-20% 左右	2018-2019 年 ROE 在 3%-6% 左右	2020 年 ROE 7%
估值修复情况	PB 从 2.7 倍提升至 7.2 倍，最高达到 17.7 倍；PE 长期保持在 100 倍以上	PB 从 2.3 倍提升至 5.2 倍；PE 从 13 倍提升至 41 倍	PB 从 1.5 倍提升至 2.1 倍；PE 从 18 倍提升至 38 倍	PB 从 1.9 倍提升至 4.7 倍，最高点超过 5 倍；PE 从 27 倍提升至 49 倍，最高点达 56 倍	PB 从 1.1 倍提升至 1.8 倍；PE 从 19 倍提升至 39 倍	PB 从 1.4 倍提升至 2.1 倍；PE 从 25 倍提升至 36 倍

资料来源：wind，证券业协会，浙商证券研究所

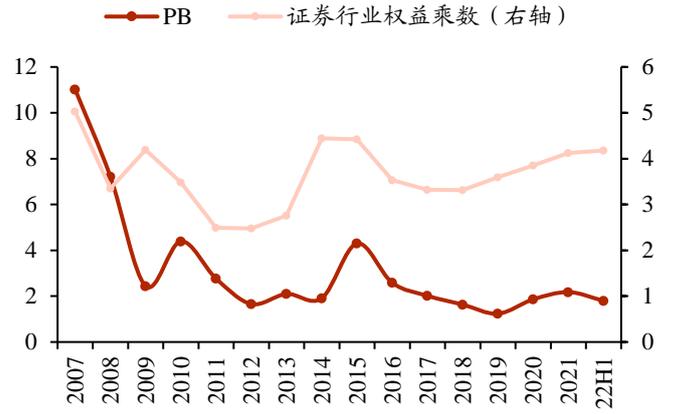
ROA 对 PB 的影响程度更大。将 ROE 拆解为 ROA 与权益乘数，可以观察到 ROA 与 PB 的关联度要高于杠杆与 PB 的关联度，主要是因为杠杆的变化幅度相对更低，ROA 的变化能在更大程度上影响 ROE。

图3: 证券行业 ROA 与 PB 变动关系



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图4: 证券行业权益乘数与 PB 变动关系

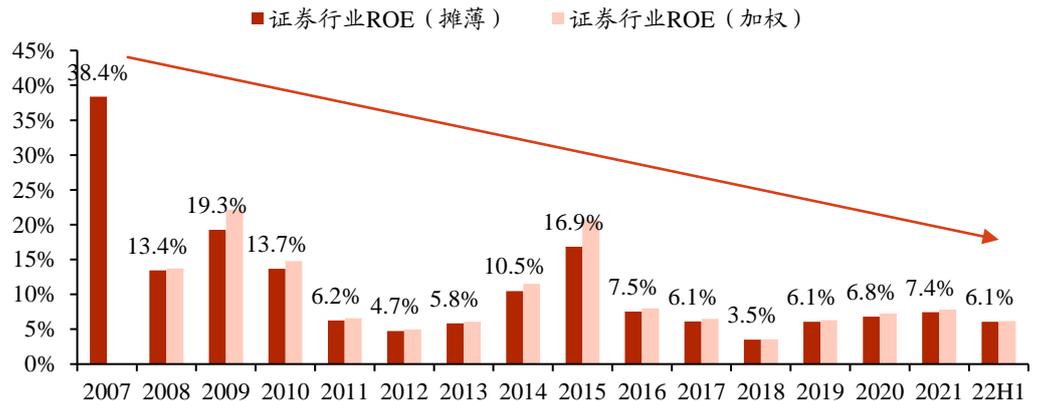


资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 ROE 为何降低且呈周期性

从历史数据来看，我国证券行业 ROE 呈现出周期性波动下行趋势。2007 年和 2015 年牛市时，行业摊薄 ROE 分别达到阶段性高点 38.4% 和 16.9%，2018 年熊市时 ROE 触及低点 3.5%，可见 ROE 随着股票市场牛熊切换体现出周期波动的特征。从整体趋势上看，ROE 的阶段性高点逐步降低，从 2007 年的 38.4% 下降至 2015 年的 16.9%，进一步降低至 22H1 的 6.1%。

图5：我国证券行业历年 ROE 情况



资料来源：wind，证券业协会，浙商证券研究所 注：加权平均 ROE=0.5*净利润/(期初净资产+期末净资产)，22H1ROE 为年化值。

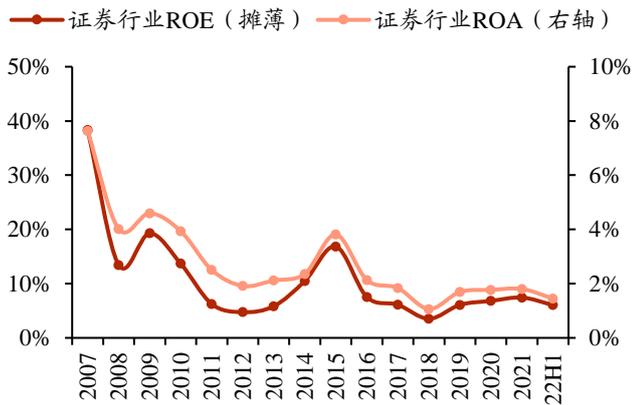
ROE 与 ROA、权益乘数波动趋势一致，且与 ROA 关联度更高。将 ROE 拆解为 ROA 及杠杆（此处使用权益乘数），可以观察到 ROE 与 ROA、杠杆的峰值、谷值保持一致，且波动周期也相同。其中，杠杆的波动趋势与 ROE 保持同步，但变动幅度要小于 ROE。ROA 的变动趋势与 ROE 关联度更高，判断 ROA 的下滑是拖累 ROE 以及给 ROE 带来周期波动的主因，而 ROA 的下滑与证券行业经营模式改变以及费率降低有关。2007 年以来证券行业多项业务费率呈下降趋势，ROE 也随之衰减，其中 2015 年 ROE 的阶段性提高更多是由于业务量放大驱动而非费率抬升驱动，下文中我们会讨论。

图6：证券行业 ROE 变化趋势与 ROA、权益乘数变化趋势一致



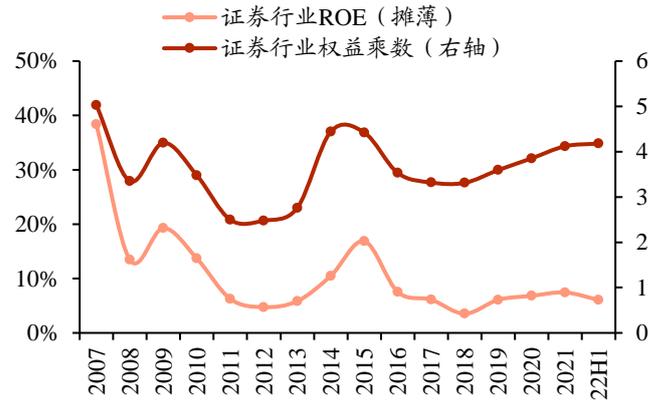
资料来源：wind，证券业协会，浙商证券研究所 注：ROA=ROE/权益乘数

图7: 证券行业 ROE 与 ROA 变化趋势



资料来源: wind, 证券业协会, 浙商证券研究所 注: ROA=ROE/权益乘数

图8: 证券行业 ROE 与权益乘数波动趋势

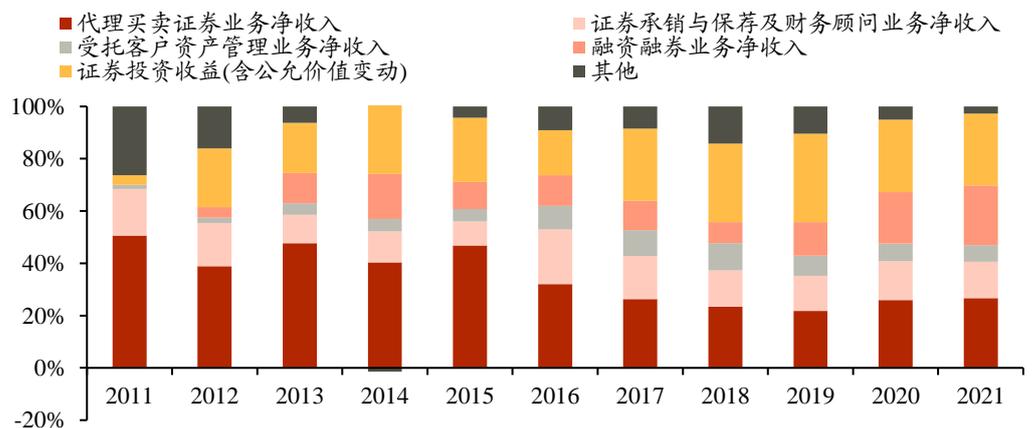


资料来源: wind, 证券业协会, 浙商证券研究所

2.1 营收结构改变

券商的主要经营模式已经逐步由轻资产业务主导转向倚重重资产业务。2012年以前, 经纪、投行、资管业务等轻资产业务收入占比高达70%, 传统经纪业务单项即占比50%。2012年创新大会后, 两融业务、股票质押业务得到快速发展, 自营投资范围扩大, 券商资产负债表迅速扩张, 2012-2015年总资产的增速分别为9%/21%/97%/57%, 两融、自营等重资产业务收入占比由2011年的4%提升至2021年的50%。由于轻资产业务的ROE水平高于重资产业务, 随着业务结构的改变, 证券行业的ROE逐渐走低。

图9: 证券行业营收结构



资料来源: wind, 证券业协会, 浙商证券研究所

2.2 业务费率下滑

● 经纪业务

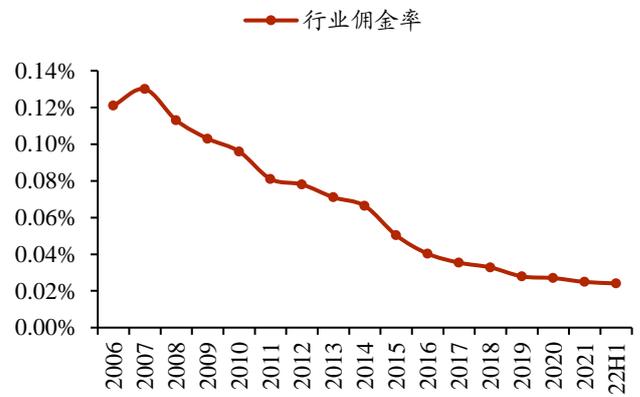
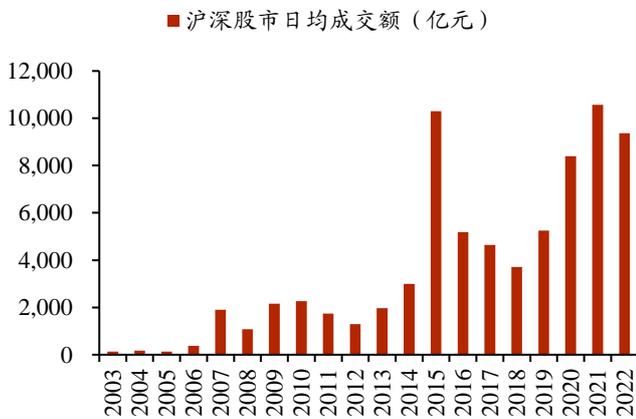
服务同质化, 佣金率呈下降趋势。券商传统经纪业务享受的是牌照红利, 为客户提供同质化的通道型服务, 并不能体现券商的差异化能力, 因此比较容易发生价格战。2013年中国证券业协会发布《证券公司开立客户账户规范》, 明确放开非现场开户的限制, 同年证监会取消了证券公司营业网点的数量限制。2015年, 中证登取消自然人投资者开立A股账

户的一人一户限制，允许自然人投资者根据实际需要开立多个沪、深 A 股账户及场内封闭式基金账户。一系列的政策实施之后，券商之间为抢夺客户加大了“佣金战”强度，行业佣金率持续下滑，22H1 已经降至 0.0241%，代理买卖证券业务净收入占营收比重也下降至 28%。

2003-2007 年之间，驱动券商经纪业务收入大幅提升的主要因素是成交量的放大，日均股票成交额从 2003 年的 130 亿元增长至 2007 年的 1,902 亿元，复合增速高达 96%。2015 年市场日均成交额破万亿，近 4 年复合增速达 56%，但增速较 2003-2007 年有所放缓。2021 年市场日均成交额再次破万亿，但近 4 年复合增速仅 23%，且日均成交额的体量与 2015 年相当，并没有再向上突破。因此，在成交量放大的速度放缓后，佣金费率成为影响券商经纪业务 ROE 的关键因素，随着佣金率的持续下滑，判断经纪业务 ROE 也呈下降趋势。

图10：沪深股市日均成交额放大

图11：证券行业佣金率持续下滑



资料来源：wind，浙商证券研究所

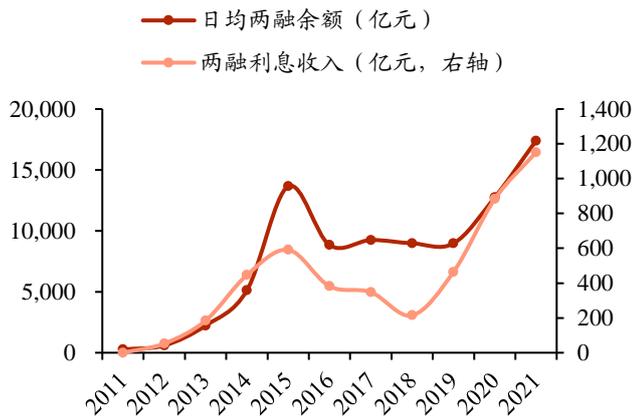
资料来源：choice，浙商证券研究所

● 两融业务

两融规模提升但利率下降。两融业务与代理买卖证券业务的性质类似，都是无法体现券商差异化能力的通道类业务，牌照红利减弱、行业竞争加剧会导致费率下滑。2010年两融业务试点开始，此后两融规模迅速攀升，叠加市场风险偏好提升，2015年日均两融余额达 1.37 万亿元，4 年复合增速为 166%，2021 年日均两融余额为 1.74 万亿元，创历史新高，但 4 年复合增速已放缓至 17%。两融利率方面，以八家头部券商为例，两融利率整体呈波动小幅下滑趋势，利差缩小。两融利息收入增长主要由两融规模扩张驱动，当前两融规模增速放缓，不处于需求剧增阶段，两融利率的下滑会导致业务 ROE 降低。

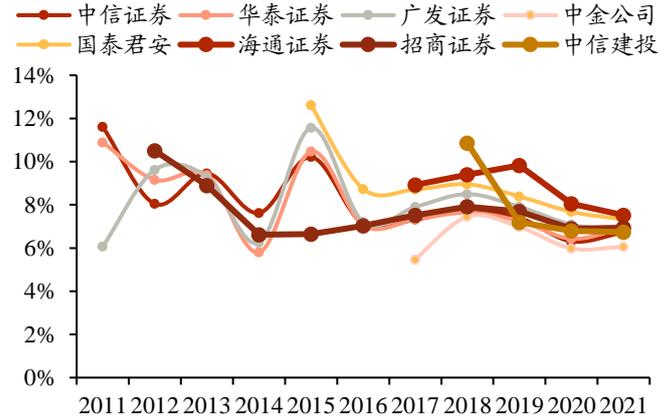
展望未来，两融是券商要重点发展的重资本业务之一，近几年多家券商募集资金的预案中资金的去向都提及资本中介业务。两融规模的变化具有一定周期性，但随着标的扩容以及资金补充，日均两融余额有望波动上升。

图12: 市场日均两融余额及证券行业两融利息收入



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图13: 头部券商两融利率



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

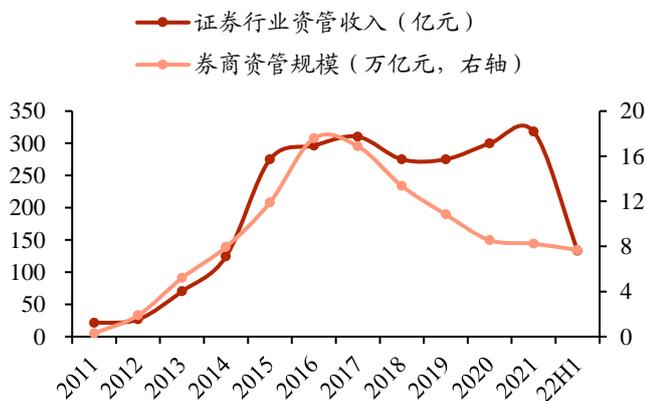
● 资管业务

从历史数据来看, 券商资管收入及规模表现趋势基本保持一致, 但 2018 年后行业资管规模受资管新规影响持续下降, 但资管收入却实现稳步增长, 判断系费率较低的通道业务压缩而费率较高的主动管理规模提升所致。

通道业务盛行, 规模升, 费率降。2012 年, 《证券公司定向资产管理业务实施细则》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》等多项文件相继发布, 取消集合计划审批制度, 拓宽了券商资管的投资范围, 通道业务兴起, 券商资管进入快速发展阶段, 2012 年末券商资管规模较 2011 年增长近 6 倍。但通道业务的大幅扩张以及行业内为做大规模而加剧的竞争导致费率急剧下降, 券商平均资管费率从 2011 年的 0.75% 骤降至 2012 年的 0.14%, 此后一直在低位徘徊, 拖累业务 ROE。

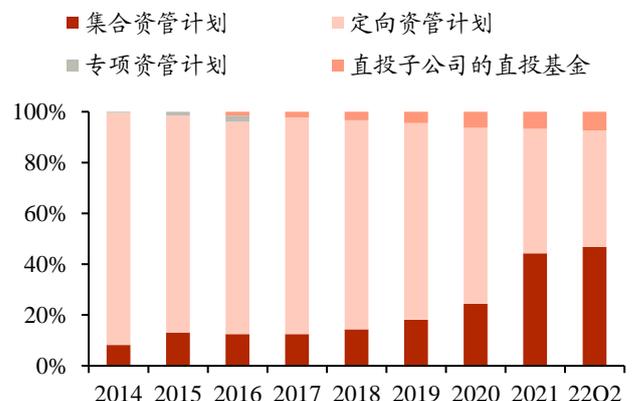
主动管理转型, 结构优化, 费率提高。2018 年, 资管新规和资管细则下发, 强调去通道、产品净值化管理, 券商资管规模开始持续下滑, 但结构显著优化。集合资管计划规模占比从 2018 年的 14% 提升至 22Q2 的 47%, 其中资管新规后提高了 32pct; 定向资管计划规模占比从 2018 年的 82% 大幅压降至 22Q2 的 46%, 通道业务压缩效果明显。随着费率较低的通道业务占比下降, 券商资管平均费率从 2018 年的 0.21% 提高至 2021 年的 0.39%。展望未来, 资管业务将回归本源, 向主动管理转型, 资管费率有望随之继续提高。

图14: 券商资管规模及证券行业资管收入



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图15: 券商资管结构优化



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图16: 证券行业资管平均费率



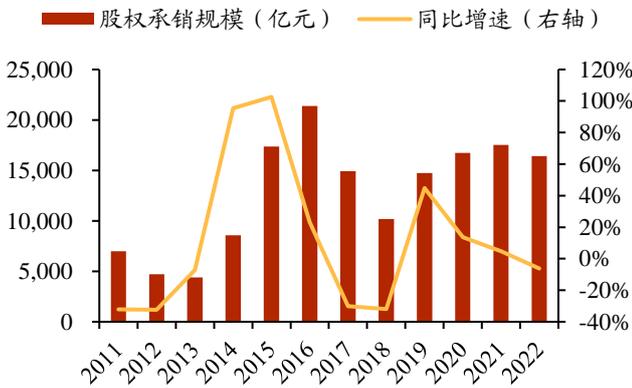
资料来源: wind, 证券业协会, 浙商证券研究所

● 投行业务

从历史数据中可以观察到, 证券行业承销保荐收入的变化趋势与规模基本保持一致, 收入的增长主要由规模驱动。行业承销费率从 2012 年的 0.86% 降低至 2018 年的 0.39%, 随后提升至 2022Q1-3 的 0.49%。承销规模增速放缓后, 承销费率下降会拖累业务 ROE。

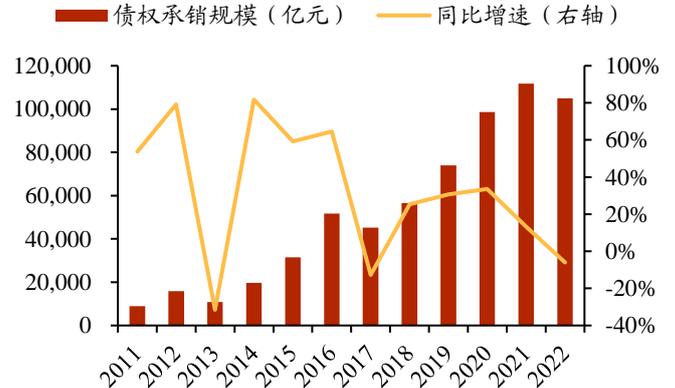
承销费率呈下滑趋势主要是因为投行业务也带有通道性质, 券商为了抢占市场份额、扩张规模、挖掘潜在合作机会而打价格战。2018 年市场环境较差, IPO 项目在 2017 年的高基数下锐减, 券商之间竞争加剧, 费率下滑至低点。2019 年起承销费率有所提高, 判断归因科创板开板并试点注册制, 券商投行业务的通道性质弱化, 质控、定价、研究能力提升, 更加重视“看门人”的责任。针对部分债券承销费率过低的情况, 2018 年 9 月, 证监会发布《公司债券日常监管问答(七)》, 通过中证协对承销费率不正当竞争行为依法进行自律管理; 2019 年 10 月, 中国证券业协会发布《证券公司公司债券业务执业能力评价办法(试行)》, 增加公司债券业务收入指标。**2023 年 2 月 1 日, 全面注册制改革正式启动, 随着 IPO 发行常态化, 通道性质继续弱化, 承销费率有望小幅上升, 但券商之间会因为能力不同而出现优胜劣汰。**

图17: 市场股权承销规模及增速



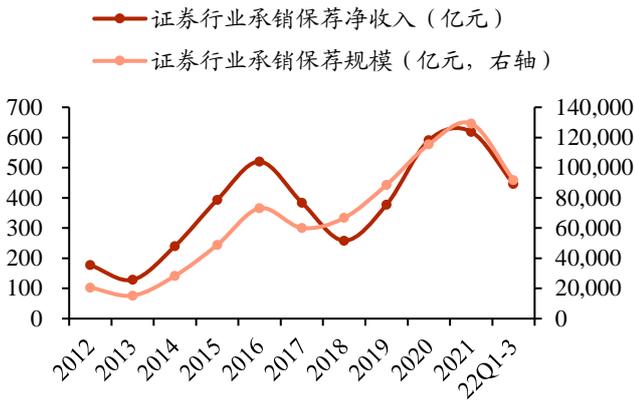
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图18: 市场债权承销规模及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图19: 证券行业承销保荐收入及规模变化趋势



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图20: 证券行业承销保荐费率

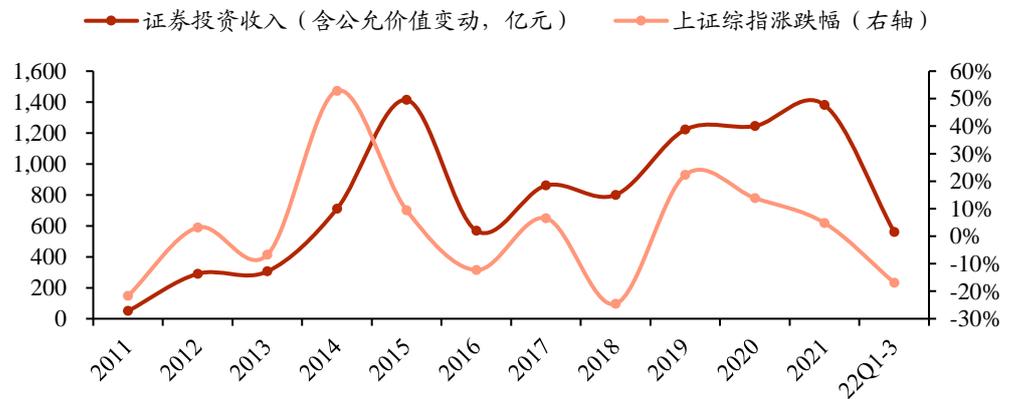


资料来源: wind, 浙商证券研究所

● 投资业务

投资业务是券商所有业务中波动性最大的一项业务, 主要是因为自营方向性投资与资本市场收益率挂钩。从历史数据中可以观察到, 证券行业投资收入的波动趋势与资本市场表现的典型代表上证综指具有一致性。

图21: 我国证券行业投资收入波动较大



资料来源: wind, 证券业协会, 浙商证券研究所

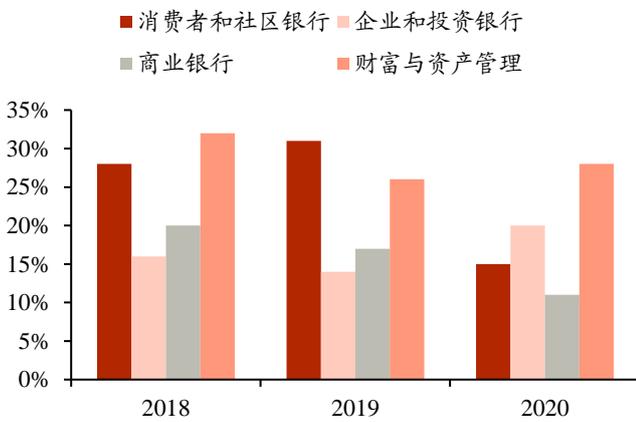
3 未来行业 ROE 将如何提升

轻重资本业务并举，提高 ROE。前文已经探讨过 ROE 与估值的相关性，未来要想提高 ROE 从而提升券商股估值，需要从 ROA 以及杠杆两方面考虑。ROA 方面，需要发展高盈利能力的轻资产业务；杠杆方面，需要发展能够较好运用资金的创新业务。

3.1 轻资产业务

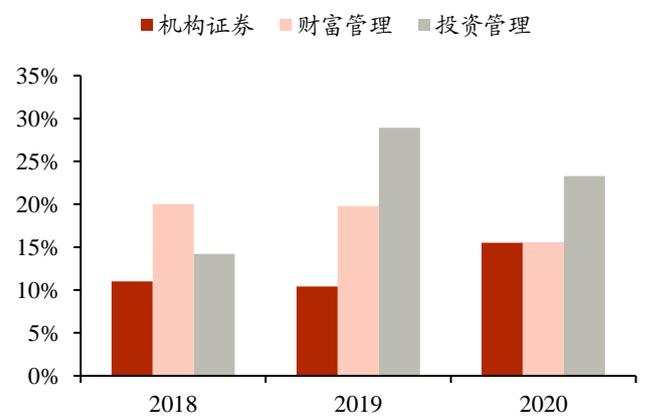
财富管理业务盈利能力强。美国财富管理业务起步较早，发展更为成熟，从美国大投行各项业务盈利能力来看，大财富管理类（包括财富管理、资产管理）业务的 ROE 水平处于领先地位。根据摩根大通、摩根士丹利年报披露的分业务 ROE 数据，财管、资管 的 ROE 在 20%-30% 左右，高于企业和投资银行、机构证券的 10%-20%。

图22： 摩根大通主要业务 ROE 比较



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图23： 摩根士丹利主要业务 ROE 比较

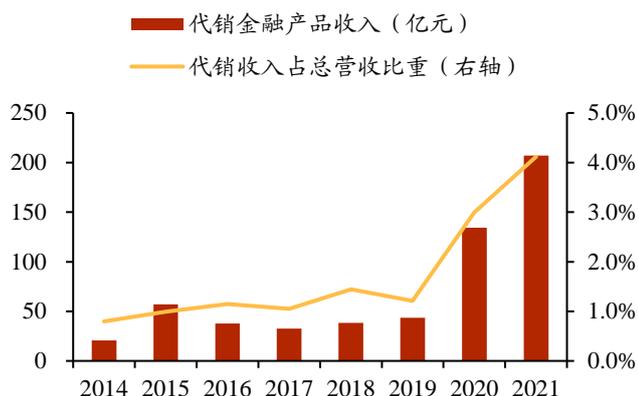


资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：投资管理板块中包含资产管理业务

我国证券公司财富管理相关的主要业务包括代销金融产品业务、券商资产管理业务、公募基金管理业务、私募基金管理业务等，相关收入包括代销金融产品收入、资管收入、参控股公募基金公司、私募投资公司的长期股权投资收益等。

- **代销金融产品：**经纪业务中的代买业务费率已经降至极低，22H1 行业平均佣金率为 0.0241%。代销金融产品的费率我们以券商代销公募基金的费率为例，不同类型的基金代销费率有差异，但一般在 0.5%-1.5% 左右，远高于代买的费率。随着券商财富管理转型步伐加快，代销金融产品收入占经纪业务收入的比重逐渐提高，有助于拉高经纪业务盈利能力。

图24: 证券行业代销收入及占营收比重



资料来源: wind, 证券业协会, 浙商证券研究所

图25: 上市券商代销收入占经纪业务净收入比重



资料来源: wind, 公司年报, 浙商证券研究所

表2: 证券公司代销基金费率

基金名称	基金类型	代销机构名称	代销费率
易方达北证 50 成份指数 A	指数型	国泰君安	X<100 万元 1.2%
			100 万元<=X<500 万元 0.8%
			500 万元<=X 1000 元
汇添富创新成长混合 A	混合型	国泰君安	X<100 万元 1.5%
			100 万元<=X<500 万元 1.0%
			500 万元<=X 1000 元
中融恒润纯债 A	债券型	国泰君安	X<100 万元 0.6%
			100 万元<=X<300 万元 0.4%
			300 万元<=X<500 万元 0.2%
			500 万元<=X 1000 元
易方达瑞享混合 I 001437	混合型	中信建投	0<金额<100 0.6%
			100<=金额<500 0.3%
			500<=金额 1000 元/笔
融通鑫新成长混合 A 011403	混合型	中信建投	0<金额<100 1.5%
			100<=金额<200 1.0%
			200<=金额<500 0.5%
			500<=金额 1000 元/笔
鹏华医药科技 001230	股票型	中信建投	0<金额<100 1.5%
			100<=金额<500 1.0%
			500<=金额<1000 0.5%
			1000<=金额 1000 元/笔
嘉实中证 500 交易型开放式指数证券投资基金联接基金	股票型	申万宏源	0<金额<50 1.2%
			50<=金额<200 0.8%
			200<=金额<500 0.4%
			1000<=金额 1000 元/笔
国寿安保货币市场基金	货币型	申万宏源	0
华安稳健回报混合型证券投资基金	其他型	申万宏源	0<金额<100 1.5%

100 ≤ 金额 < 300	1.2%
300 ≤ 金额 < 500	0.8%
500 ≤ 金额	1000 元/笔

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

- 券商资管：**2022 年 12 月 30 日中信证券资管子公司获批，证券行业资管子公司数量扩容至 25 家。根据年报披露的财务数据，我们可以大致测算出资管子公司的 ROE 水平。从历史数据来看，资管子公司的 ROE 落在 20%-40% 区间的较多，远高于券商整体不及 10% 的 ROE 水平；资管子公司均对券商净利润产生正向贡献，其中天风资管、东证资管的利润贡献较高。

表3：券商资管子公司 ROE 情况

机构名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021
东证资管	47%	45%	46%	27%	35%	46%
财通资管	N/A	29%	10%	24%	22%	35%
光大资管	35%	38%	32%	30%	34%	26%
招商资管	45%	30%	22%	20%	19%	16%
海通资管	4%	11%	13%	19%	17%	15%
华泰资管	34%	21%	24%	20%	16%	14%
中泰资管	42%	29%	9%	17%	17%	11%
国泰君安资管	38%	20%	13%	15%	13%	10%
长江资管	73%	24%	7%	9%	8%	9%
东证融汇	18%	9%	1%	12%	8%	8%
兴证资管	23%	12%	8%	9%	6%	6%
浙商资管	N/A	9%	0%	5%	5%	5%
广发资管	44%	29%	21%	18%	16%	3%
银河金汇	10%	14%	5%	4%	7%	1%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表4：券商资管子公司的利润贡献度

券商名称	资管子公司	22H1 净利润 (亿元)	22H1 资管子公司对券商净利润贡献度	2021 净利润 (亿元)	2021 资管子公司对券商净利润贡献度
天风证券	天风资管	2	448%	4	69%
东方证券	东证资管	5	77%	14	27%
东北证券	东证融汇	1	44%	1	5%
财通证券	财通资管	2	28%	5	18%
华泰证券	华泰资管	6	10%	13	10%
中泰证券	中泰资管	1	9%	1	2%
光大证券	光大资管	2	7%	7	19%
长江证券	长江资管	1	7%	3	11%
浙商证券	浙商资管	0	6%	1	4%

招商证券	招商资管	2	6%	7	6%
兴业证券	兴证资管	1	5%	1	2%
海通证券	海通资管	3	5%	7	5%
国泰君安	国泰君安资管	2	4%	6	4%
中国银河	银河金汇	0	0%	0	0%
广发证券	广发资管	0	0%	2	2%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

- 公募基金：**券商对公募基金布局深入，通过参控股公募基金公司、资管子公司申请公募牌照、券商直接申请公募基金资格等三种主要方式参与公募基金行业，目前已经持牌的券商系公募机构占公募机构总数的比重近 50%，且仍有多家券商在积极申请设立公募基金。根据公募基金公司披露的财务数据，我们可以大致测算出基金公司的 ROE 水平，均远高于券商整体 ROE。参控股公募基金公司大部分对券商净利润产生正向贡献，其中东方证券、长城证券的基金利润贡献较高。

表5：部分大型公募基金 ROE

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
易方达基金管理有限公司	22%	20%	18%	19%	26%	39%
广发基金管理有限公司	18%	18%	8%	18%	23%	29%
华夏基金管理有限公司	24%	19%	15%	14%	17%	22%
天弘基金管理有限公司	43%	56%	43%	23%	22%	14%
南方基金管理股份有限公司	22%	22%	18%	15%	21%	27%
博时基金管理有限公司	26%	30%	24%	20%	24%	28%
富国基金管理有限公司	30%	27%	23%	22%	36%	42%
鹏华基金管理有限公司	30%	31%	22%	23%	21%	30%
汇添富基金管理股份有限公司	28%	27%	21%	23%	39%	41%
工银瑞信基金管理有限公司	45%	34%	21%	18%	19%	22%

资料来源：wind，浙商证券研究所

表6：证券公司旗下公募基金的利润贡献度

券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金营业收入	基金净利润 (亿元)	券商归母净利润 (亿元)	对 1H22 净利润贡献	对 1H22 净利润贡献合计
东方证券	东方红	100%	15.0	5.0	6.5	77%	134%
	汇添富基金	35%	32.0	10.1	6.5	55%	
	长城基金	18%	4.7	0.6	6.5	2%	
长城证券	景顺长城基金	49%	21.9	7.6	4.3	85%	92%
	长城基金	47%	4.7	0.6	4.3	7%	
西南证券	银华基金	44%	18.6	4.0	1.9	91%	91%
第一创业	银华基金	26%	18.6	4.0	2.9	37%	51%
	创金合信基金	51%	4.8	0.8	2.9	15%	
东北证券	银华基金	19%	18.6	4.0	2.1	37%	48%
	东方基金	58%	3.4	0.4	2.1	11%	

兴业证券	兴证全球基金	51%	23.6	9.2	13.7	34%	40%
	南方基金	9%	32.7	8.9	13.7	6%	
国海证券	国海富兰克林基金	51%	3.7	1.3	2.4	27%	27%
广发证券	广发基金	55%	39.3	10.0	42.0	13%	22%
	易方达基金	23%	68.3	17.3	42.0	9%	
招商证券	博时基金	49%	27.5	8.7	42.9	10%	20%
	招商基金	45%	28.9	9.5	42.9	10%	
申万宏源	富国基金	28%	37.7	11.2	33.6	9%	11%
	申万菱信基金	67%	3.2	0.8	33.6	2%	
中泰证券	万家基金	49%	7.7	2.0	9.1	11%	11%
海通证券	富国基金	28%	37.7	11.2	47.6	7%	9%
	海富通基金	51%	6.7	2.1	47.6	2%	
华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	6.8	2.0	53.8	2%	9%
	南方基金	41%	32.7	8.9	53.8	7%	
国信证券	鹏华基金	50%	22.0	5.4	32.1	8%	8%
财通证券	财通基金	40%	3.7	1.1	6.3	7%	7%
中信证券	华夏基金	62%	36.3	10.6	112.0	6%	6%
长江证券	长信基金	45%	3.0	0.9	8.0	5%	5%
光大证券	光大保德信基金	55%	2.9	0.7	21.1	2%	5%
	大成基金	25%	9.6	2.7	21.1	3%	
国元证券	长盛基金	41%	2.2	0.4	7.5	2%	5%
	安元投资基金	43%	0.5	0.4	7.5	2%	
西部证券	西部利得基金	51%	2.2	0.3	3.6	5%	5%
国泰君安	华安基金	43%	18.2	5.1	63.7	3%	3%
国联证券	中海基金	33%	1.0	0.2	4.4	1%	1%
浙商证券	浙商基金	25%	1.3	0.3	7.3	1%	1%
华安证券	华富基金	49%	1.8	0.1	7.2	1%	1%
东兴证券	东兴基金	100%	0.5	0.0	2.7	1%	1%
方正证券	方正富邦基金	67%	1.2	0.1	14.2	1%	1%
中信建投	中信建投基金	100%	1.4	0.3	43.8	1%	1%
东吴证券	东吴基金	70%	1.0	0.1	8.2	0%	0%
国金证券	国金基金	49%	0.7	0.0	5.4	0%	0%
红塔证券	红塔红土基金	59%	0.4	0.0	3.3	0%	0%
南京证券	富安达基金	49%	0.4	-0.1	3.6	-2%	-2%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

- 私募公司：**从头部 8 家券商的数据来看，各券商均有 2-3 家全资子公司从事股权投资、另类投资业务，且基本对券商净利润产生正向贡献。其中，海通旗下的海通开元、海通创新证券在 2021 年贡献的净利润占海通证券净利润的 33%，在 2022 年市场环境震荡、一二级市场投资纷纷出现亏损的情况下，22H1 海通开元、海通创新仍贡献了海通证券 15% 的净利润。根据年报披露的财务数据，我们可以大致测算出私募子公司的平均 ROE 水平仍高于券商整体的 ROE。

表7: 头部券商私募子公司对净利润的贡献度

券商	子公司	2021 净利润 (亿元)	2021 券商归 母净利润 (亿元)	2021 股权投 资子公司对 券商净利润 贡献	合计	22H1 净利 润 (亿元)	22H1 券商 归母净利润 (亿元)	22H1 股权 投资子公司 对券商净利 润贡献	合计
海通证券	海通开元	26	128	20%	33%	4	48	9%	15%
	海通创新证券	17	128	13%		3	48	6%	
广发证券	广发信德	9	109	8%	19%	1	42	2%	-6%
	广发乾和	12	109	11%		-1	42	-2%	
	广发控股香港	0	109	0%		-2	42	-6%	
中信证券	金石投资	8	231	4%	14%	2	112	2%	4%
	中信证券投资	24	231	10%		3	112	2%	
中信建投	中信建投资本	3	102	3%	10%	0	44	1%	3%
	中信建投投资	8	102	8%		1	44	2%	
华泰证券	华泰紫金投资	6	133	5%	10%	-4	54	-7%	-10%
	华泰创新投资	7	133	5%		-2	54	-3%	
中金公司	中金私募股权	2	108	1%	9%	2	38	4%	11%
	中金资本	8	108	7%		3	38	7%	
招商证券	招商致远资本	0	116	0%	6%	0	43	0%	2%
	招商投资	7	116	6%		1	43	2%	
国泰君安	国泰君安创投	1	150	0%	4%	1	64	1%	1%
	国泰君安证裕	5	150	4%		0	64	-1%	

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表8: 券商股权投资、另类投资子公司 ROE

券商	子公司名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021
海通证券	海通开元	5.89%	13.07%	1.36%	6.38%	10.36%	19.63%
	海通创新证券	12.08%	7.34%	-8.34%	7.80%	11.97%	11.05%
广发证券	广发信德	4.27%	17.18%	6.06%	4.07%	17.15%	16.11%
	广发乾和	3.73%	2.77%	0.75%	6.95%	11.13%	16.20%
	广发控股香港	2.30%	5.80%	-16.41%	-5.75%	5.14%	0.39%
中信证券	金石投资	12.80%	13.13%	-0.49%	16.55%	9.57%	9.08%
	中信证券投资	4.82%	8.82%	3.81%	8.17%	10.86%	13.55%
中信建投	中信建投资本	N/A	N/A	0.49%	6.24%	7.80%	14.27%
	中信建投投资	N/A	N/A	N/A	-1.21%	15.46%	20.00%
华泰证券	华泰紫金投资	7.60%	11.50%	-0.71%	18.53%	20.57%	5.66%
	华泰创新投资	-5.79%	-2.31%	0.30%	8.85%	17.27%	25.47%
中金公司	中金资本	N/A	N/A	N/A	0.00%	37.88%	29.25%
招商证券	招商致远资本	1.18%	14.14%	-4.47%	14.64%	1.15%	1.85%
	招商投资	0.63%	2.12%	5.99%	6.02%	9.60%	12.17%
国泰君安	国泰君安创投	2.89%	11.12%	1.33%	2.05%	2.30%	0.80%
	国泰君安证裕	N/A	N/A	N/A	4.50%	14.50%	16.75%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

综上所述，发展盈利能力较高的代销、资产管理等轻资产业务有助于拉高券商整体的ROE水平。

3.2 重资产业务

并表监管释放资本金，打开杠杆率提升空间。2020年3月证监会将中信证券、华泰证券、中金公司、中信建投、国泰君安、招商证券等6家券商纳入首批并表监管试点，允许试点公司实行灵活的风控指标体系，将试点机构母公司的风险资本准备计算系数降至0.5，表内外资产总额计算系数降至0.7。券商监管指标之一资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额，部分头部券商的资本杠杆率已经接近9.6%的预警线，下调表内外资产总额计算系数能够提高杠杆上限以及券商的资本杠杆率，使头部券商有更多提升杠杆的空间。

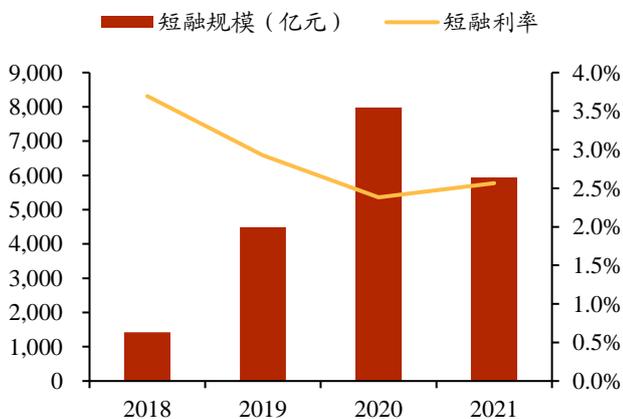
短融制度改革，利好券商融资。

证券公司短期融资券是指证券公司在银行间市场发行的、期限为1年以内（含1年）的还本付息的债券，短期融资券是券商“增资补血”的重要工具，具有发行成本低、周期短等特点。2019年，多家头部券商获批提高短期融资券最高限额。2021年7月，央行发布新修订的《证券公司短期融资券管理办法》，8月全国银行间同业拆借中心发布《银行间市场证券公司短期融资券发行交易规程》，两项新规对券商短融发行带来优化。

- 1) **提高期限：**将券商短融最长期限从91天调整为1年，证券公司自主确定每期短期融资券的期限，发行期限的灵活性增加；
- 2) **简化流程：**证券公司发行短期融资券，应当于每年首只发行前，向中国人民银行报告年度流动性管理方案和发行计划，取消了发行前审批，发行的便利性提高；
- 3) **降低门槛：**取消“取得全国银行间同业拆借市场成员资格1年以上”的要求。

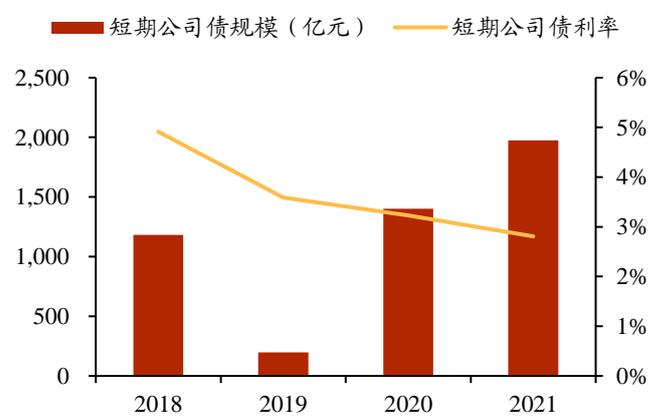
2019年以来券商短融发行规模大幅提升，2019、2020年短融发行规模分别为4,491/7,983亿元，同比增速分别为215%/78%，且融资成本也呈下降趋势。2021年短融发行规模有所下滑，判断系短融发行对流动性覆盖率要求较高，部分券商转而选择发行期限接近的短期公司债所致。覆盖面上，2020年至2022年发行短融的券商数分别为33/35/38家，新规简化发行流程和材料后，覆盖面扩大至更多中小券商。

图26：证券公司短融发行规模及利率



资料来源：wind，浙商证券研究所

图27：证券公司短期公司债发行规模及利率



资料来源：wind，浙商证券研究所

表9: 证券公司发行短期融资券相关政策

日期	政策名称	具体内容
2004/10/1	《证券公司短期融资券管理办法》	在满足同业拆借市场成员资格、信息披露要求等多项条件的情况下，经人民银行审批后，允许券商发行期限不超过91天的短期融资券。证券公司发行短期融资券实行余额管理，待偿还短期融资券余额不超过净资本的60%。
2015/1/1	《关于证券公司发行短期融资券相关问题的通知》	对证券公司发行短期融资券资格认可的相关问题进行规范。
2018/4/1	《证券公司短期融资券管理有关事项的通知》	要求证券公司发行短融券时在流动性管理能力、风险控制指标、流动性覆盖率及资管业务规范程度等领域符合相关规定。待偿还余额上限按照短期融资券与证券公司其他短期融资工具余额之和不超过净资本的60%计算，由央行每半年调整一次。
2021/3/5	《证券公司短期融资券管理办法（修订征求意见稿）》	1) 取消发行前备案，强化事中事后管理； 2) 大幅修改证券公司短期融资券发行门槛，建立以流动性管理为核心的管理框架； 3) 延长短期融资券最长期限至不超过1年； 4) 取消证券公司发行短期融资券的强制评级要求，给券商发行短期融资券提供便利。

资料来源：央行，证监会，浙商证券研究所

重资本业务发展，增加用表需求。

两融业务继续稳步发展。2021年12月，银保监会发布《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》，允许保险资金参与证券出借业务。2022年10月，沪深交易所扩大融资融券标的股票范围，共新增600只股票，这是两融标的7次扩容，且下调转融资费率40bps。2023年2月1日，证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，提及所有上市的新股在上市首日即可纳入融资融券标的范围。一系列积极政策能够激发两融业务活力，扩大两融规模。近几年多家券商募集资金的预案中资金的去向都提及资本业务，我们统计了2020年以来发布定增、配股、可转债预案的公司募集资金规模及投放去向，其中投向资本中介业务的资金占比接近40%。

表10: 历次两融标的扩容情况

时间	沪市标的（只）	深市标的（只）	沪深总计（只）	增幅
2010.03	50	40	90	
2011.12	180	98	278	209%
2013.01	300	200	500	80%
2013.09	400	300	700	40%
2014.09	500	400	900	29%
2016.12	525	425	950	6%
2019.08	800	800	1600	68%
2022.10	1000	1200	2200	38%

资料来源：沪深交易所，浙商证券研究所

表11: 券商再融资金投向

券商	再融资方式	发布预案时间	募集资金投向 (亿元)	资金总额 (亿元)	投向两融或资本中介资金 (亿元)
中信证券	配股	2021/2/27	发展资本中介业务 190 增加对子公司的投入 50 加强信息系统建设 30 补充其他营运资金 10	280	190
中国银河	可转债	2021/8/31	投资交易业务 50 资本中介业务 40 投资银行业务 10 补充其他营运资金 10	110	40
华泰证券	配股	2022/12/31	发展资本中介业务 100 扩大投资交易业务规模 80 增加对子公司的投入 50 加强信息技术和内容运营建设 30 补充其他营运资金 20	280	100
中金公司	配股	2022/9/14	支持业务发展资本金需求 240 补充其他营运资金 30	270	0
浙商证券	定增	2021/10/8	投资与交易业务 45 资本中介业务 40 偿还债务 10	100	40
	可转债	2020/5/20	经纪业务、研究业务及信息系统建设 5 投资与交易业务 35 资本中介业务 30 数字化建数字化建设及应用场景投入 5	70	30
	定增	2023/1/19	投资与交易业务 40 资本中介业务 25 数字化建数字化建设及应用场景投入 15	80	25
东方证券	配股	2021/3/31	投资银行业务 60 财富管理与证券金融业务 60 销售交易业务 38 补充营运资金 10	168	0
兴业证券	配股	2021/8/25	发展融资融券业务 70 发展投资银行业务 18 发展投资交易业务 45 加大信息系统和合规风控投入 7	140	70
东吴证券	配股	2021/4/30	发展资本中介业务 23 发展投资与交易业务 45 信息技术及风控合规投入 3 向全资子公司增资 4 偿还债务 10	85	23
西部证券	定增	2020/4/2	交易与投资 26 发展资本中介业务 24 对子公司增资 12 增加营业网点及渠道建设投入 2 偿还债务 4 增加信息技术和风控体系建设投入 2 其他运营资金 5	75	24
			资本中介业务投入 20 证券投资业务投入 15 向全资子公司增资 5 信息技术及风控合规投入 5 补充营运资金及偿还债务 15		
国金证券	定增	2021/8/11	发展投资与交易类业务 45 发展资本中介业务 20 发展投资银行业务 3 加大信息技术及风控合规投入 5 补充其他营运资金 7	60	20
财通证券	配股	2021/4/29	发展投资与交易类业务 45 发展资本中介业务 20 发展投资银行业务 3 加大信息技术及风控合规投入 5 补充其他营运资金 7	80	20

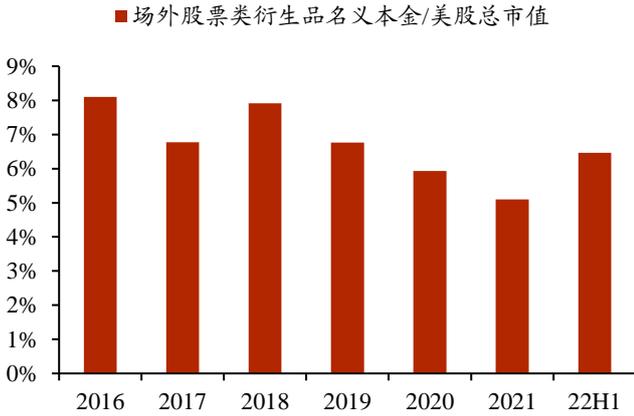
长城证券	定增	2021/7/27	资本中介业务投入 50 证券投资业务投入 25 偿还债务 25	100	50
东兴证券	定增	2021/2/3	扩大投资交易业务规模 30 扩大融资融券业务规模 30 增加对子公司投入 5 其他营运资金安排 5	70	30
国海证券	定增	2021/1/30	投资与交易业务 40 资本中介业务 25 增加对子公司的投入 10 其他营运资金安排 5 资产管理业务 5	85	25
华安证券	配股	2020/6/18	资本中介业务 20 投资与交易业务 10 信息技术和风控体系建设 5 其他营运资金安排 5	40	20
国联证券	定增	2021/2/6	进一步扩大包括融资融券在内的信用交易业务规模 25 扩大固定收益类、权益类、股权衍生品等交易业务 30 增加子公司投入 5 其他营运资金安排 5	65	25
	定增	2022/9/29	进一步扩大包括融资融券在内的信用交易业务规模 20 扩大固定收益类、权益类、股权衍生品等交易业务 40 偿还债务 10	70	20
天风证券	定增	2020/9/29	发展投资与交易业务 38 扩大信用业务规模 49 增加子公司投入 13 偿还债务 26 补充营运资金 2	128	49
财达证券	定增	2022/12/27	用于融资融券业务 15 用于证券自营业务 20 用于偿还债务及补充营运资金 15	50	15
红塔证券	配股	2020/3/30	发展 FICC 业务 40 发展资本中介业务 20 增加投行业务资金投入 5 设立境外子公司及多元化布局 2 加大信息技术系统建设投入 3 其他营运资金安排 10	80	20
中原证券	定增	2022/4/30	发展资本中介业务 33 发展投资与交易业务 21 对境内外全资子公司进行增资 8 用于信息系统建设及合规风控投入 2 偿还债务及补充营运资金 6	70	33
东方财富	可转债	2020/10/22	信用交易业务, 扩大融资融券业务规模 140 证券投资业务 18	158	140
合计				2714	1009

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

衍生品业务有较大发展空间。场外衍生品业务能够满足机构客户在投资方面的个性化需求以及规避风险的需求, 近年来我国证券场外衍生品名义本金(包括个股、股指、商品、其他类)占境内上市公司市值比重从 2018 年年初 0.6% 提升至 2022 年 1 月的 2.5%, 美国场外股票类衍生品占总市值的比重则在 6%-8% 左右的水平, 我国衍生品业务还有较大提升空间。

2021 年场外衍生品月均新增名义本金 7,003 亿元, 同比增长 77%。2022 年 1 月新增名义本金 6,124 亿元, 受场外互换新规及市场波动影响环比下滑, 存量名义本金仍然保持高位。外部不确定性带来的扰动持续, 机构客户对冲风险及投资需求日益增长, 长期来看场外衍生品仍将保持稳健增长态势。为了提高资本市场的稳定性, 丰富金融衍生品工具、推动衍生品市场高质量发展尤为重要, 后续仍可期待相关政策推出。

图28: 美国场外股票类衍生品名义本金占总市值比重较高



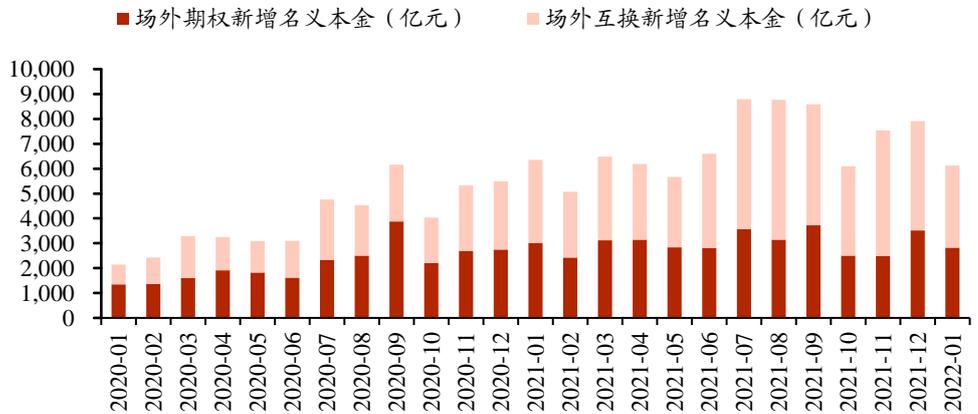
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图29: 场外衍生品初始名义本金/境内上市公司总市值逐年提升



资料来源: wind, 浙商证券研究所

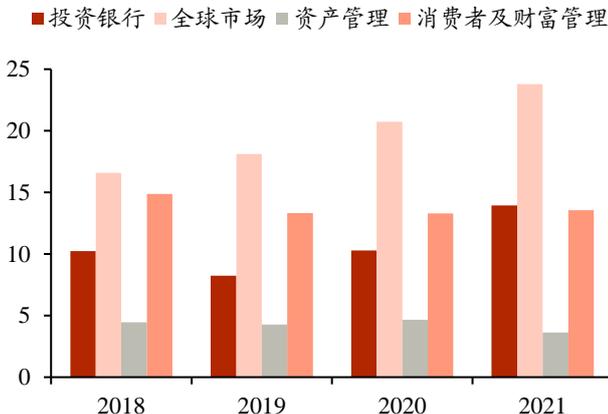
图30: 我国场外衍生品新增名义本金



资料来源: wind, 证券业协会, 浙商证券研究所

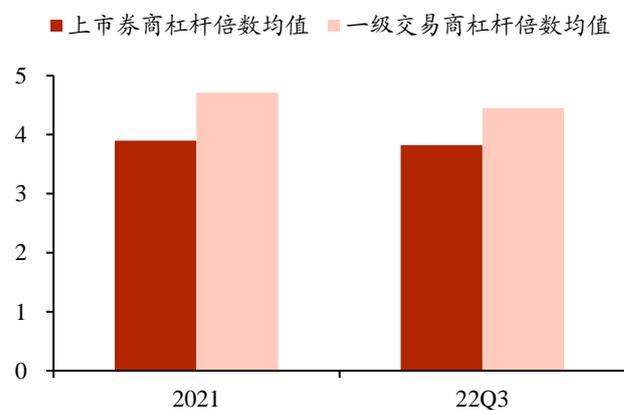
提高杠杆倍数, 驱动 ROE 上行。以高盛为例, 作为资本消耗型业务的衍生品业务是公司扩表提杠杆的关键。从分部资产来看, 公司全球资本市场板块 (衍生品相关业务) 资产占比为 73%, 高于其他板块。根据年报披露的分部总资产及分部加权平均净资产, 可以近似算出 2021 年全球资本市场板块的杠杆高达 24 倍, 拉高了公司整体杠杆倍数。从我国情况来看, 场外期权一级交易商共 8 家, 8 家一级交易商的杠杆水平明显高于上市券商平均水平。

图31: 高盛各业务板块杠杆倍数



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图32: 一级交易商杠杆倍数更高



资料来源: wind, 浙商证券研究所

3.3 提升到什么程度

长期来看 ROE 有望提升至 9%，对应 PB 有约 40% 的提升空间。

- **杠杆方面：**我国券商财务杠杆上限约 6 倍，用表能力较强的头部券商有望触及上限，但大部分中小券商没有较好的用资去向，很难将杠杆大幅提升。随着重资本业务日益发展壮大，我国证券行业权益乘数（毛杠杆）从 2016 年的低点起不断提升，22H1 末达 4.2 倍，未来我们预计证券行业杠杆能继续提升至 4.5 倍（2015 年的阶段性高点）。
- **ROA 方面：**从高盛的资产管理板块 ROA 来看，过去三年分别为 3%/2%/8%，均值为 4%，高于其他板块 1%-2% 左右的 ROA 水平。借鉴高盛的经验，随着我国财富管理、资产管理业务发展壮大，有望拉高券商整体 ROA 水平。当前我国券商 ROA 水平约 1.6%-1.8%，我们假设后续能提升到 2%。

行业层面，综合权益乘数和 ROA 来看，长期行业 ROE 有望提升至 9%，结合历史数据来看，谨慎考虑对应的 PB 估值约 2 倍，较当前 1.4 倍仍有 42% 的空间。个股层面，在财富管理以及重资本业务方面发展领先的券商有望提升较多。

4 投资建议

从历史经验来看，券商股的估值变化与 ROE 变动有较高的关联度，因此 ROE 仍是估值中枢，需围绕提高 ROE 来选股。提升 ROE 有发展高盈利能力的轻资产业务及提高用表能力两种途径。基于此，我们认为选股可从以下两条线出发，一是高盈利能力的轻资产业务有优势的公司，当前代表是大财富管理类券商；二是高杠杆、用表能力强的公司，主要是低估值的龙头券商。

选股主线一：推荐参控股优质公募基金、资管收入占比较高的东方证券、广发证券，以及把握流量入口、稳坐代销龙头的互联网券商东方财富。

选股主线二：推荐重资本业务发展领先的龙头券商中信证券、中金公司 H、华泰证券。

表12: 券商轻、重资产业务部分指标总结

券商名称	代销收入 (亿元) 22H1	代销收入占比 22H1	资管收入 (亿元) 22Q1-3	资管收入占比 22Q1-3	公募利润贡献 度 22H1	代销基金保有规模(亿元) 22Q4	场外期权业务收入(万元) 2021	公司债发行成本 2022
中信证券	9	15%	81	16%	6%	1,733	194,161	3.31%
中金公司	6	24%	11	5%	0%	445	121,856	3.47%
华泰证券	5	13%	26	11%	9%	1,367	147,359	3.12%
广发证券	3	10%	67	38%	22%	948	21,661	3.35%
东方证券	1	9%	21	17%	134%	409	8,096	3.29%
东方财富	22	35%	n.a.	n.a.	0%	6,242	n.a.	3.23%
海通证券	2	7%	17	9%	9%	428	113,025	3.06%
申万宏源	1	5%	10	5%	11%	421	189,096	3.28%
中信建投	4	14%	7	3%	1%	807	87,593	3.38%
国泰君安	4	10%	9	4%	3%	638	60,594	3.28%
招商证券	3	8%	6	4%	20%	736	49,432	3.26%
国信证券	3	10%	2	2%	8%	511	n.a.	3.53%

资料来源：公司年报，证券业协会，基金业协会，wind，浙商证券研究所

5 风险提示

- 1、宏观经济大幅下行，导致财富管理业务盈利能力下降。
- 2、流动性大幅收紧，导致融资成本上升。
- 3、监管政策趋严，导致创新业务发展过慢。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>