

正是春来繁盛时

——证券行业 2021 年中期投资策略报告

2021 年 6 月 9 日

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	2021E	2022E	评级
中信证券	1.20	1.45	审慎增持
华泰证券	1.45	1.84	审慎增持
招商证券	1.21	1.40	审慎增持
东方财富	0.70	0.85	审慎增持

相关报告

《证券业 2021 年度投资策略报告：手把涛头，顺势而上》
2020-11-09
《证券业 2020 年中期投资策略报告：大变革下行业的洗牌与分化》
2020-06-03
《证券业 2020 年投资策略报告：变革驶入快车道，业务模式正重塑》
2019-11-12

分析师：

许盈盈

xuyingying@xyzq.com.cn

S0190519070001

傅慧芳

fuhf@xyzq.com.cn

S0190513080006

研究助理：

曹欣童

caoxintong@xyzq.com.cn

投资要点

2019 年以来，资本市场改革利好持续释放，证券行业诸多业务领域迎来政策松绑，创新业务蓬勃发展，行业发展整体呈现三大趋势：资本中介业务迅猛增长，行业重资本化明显提速；大权益时代已冉冉开启，财富管理迎来黄金发展期；“互联网+”浪潮在金融行业持续涌进，金融科技成为行业发展的又一新引擎。

重资产趋势显著，券商大比例融资开拓展业空间。2020 年包括融资融券、股权衍生品、跨境交易在内的资本中介业务市场需求大幅增加，带动证券公司资产结构加速重资产化。多家券商通过定增、配股、发行债券等方式补充资金，积极扩表。

1) 融资融券市场需求激增，市场多空机制逐步完善。受益于标的扩容和转融券效率提升，配合市场风险偏好，两融规模持续走高。科创板融券占比达 37.4%，已与日本基本持平。随着两融机制优化，叠加交易机制革新催生对冲需求，融券市场有望继续大幅扩容，A 股市场多空机制得到进一步完善。2) 场外权益衍生品市场扩容，政策放松行业竞争加剧。对冲需求促使衍生品规模大幅增长，场外期权政策松绑，更多券商将获得展业机会，充分的市场竞争以及更丰富可操作标的，也有望进一步推动衍生产品创设，促进衍生品业务创新。

拥抱权益时代，财富管理迎来黄金发展期。低佣背景下券商加速推进财富管理转型，叠加基金发行火热，2020 年代销金融产品收入实现大增 170%，占经纪业务比重由 5.0% 上升至 8.8%。中基协首次公布 2021Q1 代销机构公募保有量百强排名，券商占据 47 席，财富管理转型超预期，业务模式逐步从以代销金融产品量为驱动的财富管理 2.0 模式向以客户 AUM 增长为驱动的财富管理 3.0 模式升级。

“互联网+券商”浪潮涌动，持续推进科技赋能。证券行业大步迈入“金融科技”时代，成为行业发展的又一新引擎。1) 互联网券商乘势崛起，靓丽演绎高成长性。东方财富凭借“科技+流量+牌照”的核心竞争优势实现弯道超车，归母净利润排名由 15 年的 30 名开外上升至 2021Q1 的第 9 名。此外，居民全球化资产配置需求强劲增长，聚焦港美股市场的富途控股凭借领先的科技实力&产品运营能力，在跨境互联网券商赛道中脱颖而出。2) 传统券商内外并举，积极补足金融科技短板。传统券商通过内部加大科技投入力度，助力数字化转型升级；外部深化与互联网企业&高流量平台合作，积极补足金融科技短板。

证券行业 2021 年盈利预测：基于保守、中性、乐观假设，我们预计 2021 年证券行业营业收入分别为 4648 亿元/5122 亿元/5506 亿元，分别同比增长 3.6%/14.2%/22.8%；净利润 1673 亿元/1844 亿元/2037 亿元，分别同比 6.2%/17.1%/29.3%；对应 ROE 为 7.95%/8.52%/9.23%。

投资策略：寻找创新浪潮中的投资确定性。当前以融资融券、股权衍生品以及跨境交易为代表的资本中介业务迅猛增长，以及伴随着券商财富管理转型深化推进以及资产管理持续扩容，券商成长性空间逐步打开，有望平滑市场波动带来的业绩不确定性，助力估值进一步提升。截至 6 月 8 日，年初至今券商板块累计跌幅收窄至 7.89%，对应沪深 300 上涨 0.40%，超跌幅度仍超 8 个百分点。个股方面，我们看好三条主线：1) 主线一：行业重资本化趋势下，继续看好综合竞争优势显著的优质头部券商，推荐【中信证券】、【华泰证券】；2) 主线二：关注具备差异化竞争力的互联网券商赛道，持续推荐【东方财富】，建议关注【富途控股】（海外团队覆盖）；3) 主线三：关注券商财富管理转型进度，看好代销收入占比高且股票+混合基金保有规模靠前的【中信证券】。

风险提示：市场下行风险、成交额大幅回落、政策落地不达预期、固收信用风险恶化、股权质押减值风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、重资产趋势显著，券商大比例融资拓展展业空间.....	4 -
1.1、融资融券市场需求激增，市场多空机制逐步完善.....	6 -
1.2、场外权益衍生市场扩容，政策放松行业竞争加剧.....	9 -
2、拥抱权益时代，财富管理迎来黄金发展期.....	13 -
2.1、行业净佣金率持续下行，代销收入同比大增 170%.....	13 -
2.2、财富管理 3.0 模式开启，券商基金保有规模超预期.....	14 -
3、“互联网+券商”浪潮涌动，持续推进科技赋能.....	16 -
3.1、互联网券商乘势崛起，靓丽演绎高成长性.....	16 -
3.2、传统券商内外并举，积极补足金融科技短板.....	18 -
4、证券行业 2021 年盈利预测.....	20 -
5、行业估值：年初至今仍超跌，处于合理估值低位.....	22 -
6、投资策略：寻找创新浪潮中的投资确定性.....	25 -
7、风险提示.....	27 -
图 1、上市券商投资资产规模逐年攀升（亿元）.....	4 -
图 2、上市券商投资资产占比持续提高（%）.....	4 -
图 3、全市场融资规模变动情况（亿元）.....	6 -
图 4、全市场融券规模变动情况（亿元）.....	6 -
图 5、全市场融券余额及其占比情况（截至 2021 年 5 月末）.....	6 -
图 6、科创板融券余额及其占比变动.....	7 -
图 7、创业板融券余额及其占比变动.....	7 -
图 8、2020 年 Top10 券商融资市占率.....	8 -
图 9、2020 年 Top10 券商融券市占率.....	8 -
图 10、场外衍生品名义规模及其细分规模变动情况（亿元，截至 2021Q1）.....	9 -
图 11、证券公司场外衍生品存续交易量 CR5.....	11 -
图 12、证券公司互换存续交易量 CR5.....	11 -
图 13、证券公司期权存续交易量 CR5.....	11 -
图 14、2020 年行业净佣金率延续下滑趋势.....	13 -
图 15、2020 年上市券商代销金融产品业务收入及占比（亿元）.....	14 -
图 16、2015 年以来东方财富营业总收入及归母净利润变动情况.....	16 -
图 17、2016 年以来富途营业总收入及其同比变化.....	17 -
图 18、2016 年以来富途净利润及其同比变化.....	17 -
图 19、富途开户客户及付费客户数及同比增速.....	17 -
图 20、富途开户客户及付费客户占比情况.....	17 -
图 21、证券 III(申万)市净率变动情况（截至 2021 年 6 月 1 日）.....	22 -
图 22、2021Q1 券商板块基金重仓股行业配置比例.....	23 -
图 23、2021 年至今券商板块走势（截至 2021 年 6 月 1 日）.....	23 -
表 1、2020 年至今券商超 60 亿元股权融资安排梳理.....	5 -
表 2、创业板&科创板两融业务对比（截至 2021 年 5 月 31 日）.....	7 -
表 3、证券公司场外衍生品存续交易量排名前 5（亿元）.....	9 -
表 4、证券公司互换存续交易量排名前 5（亿元）.....	10 -
表 5、证券公司期权存续交易量排名前 5（亿元）.....	10 -
表 6、2020 年证券公司分类评级结果.....	12 -

表 7、天天基金及 Top10 券商基金保有规模情况（亿元）	15 -
表 8、2020 年头部券商和部分互联网券商研发投入情况.....	18 -
表 9、2021 年 3 月证券服务类 APP 月活数排名	19 -
表 10、证券行业盈利预测假设条件（单位：亿元）	20 -
表 11、证券行业 2021 年盈利预测（单位：亿元）	21 -
表 12、证券板块个股年初至今涨跌幅排名（截至 2021 年 6 月 1 日）	24 -
表 13、重点公司盈利预测与估值表（更新至 2021 年 6 月 8 日）	27 -

报告正文

2019 年以来，资本市场改革利好持续释放，证券行业诸多业务领域迎来政策松绑，创新业务蓬勃发展。经过 2 年多的摸索与调整，当前行业发展整体呈现三大趋势：1) 以融资融券、股权衍生品以及跨境交易为代表的资本中介业务迅猛增长，行业重资本化明显提速，券商股债融资双管齐下，积极扩表拓展代客业务；2) 伴随着居民财富稳步增长、权益市场持续扩容以及券商财富管理转型深化推进，券商财富管理发展成效逐步显现；3) “互联网+”浪潮在金融行业持续涌进，2020 年互联网券商迅速崛起，与此同时传统券商也在加速推进科技赋能，金融科技成为行业发展的又一新引擎。

1、重资产趋势显著，券商大比例融资开拓展业空间

券商重资本化提速，股债融资双管齐下积极扩表。2020 年包括融资融券、股权衍生品、跨境交易在内的资本中介业务市场需求大幅增加，带动证券公司资产结构加速重资产化，包括头部在内的多家券商通过定增、配股、发行债券等方式补充资金，积极扩表。2020 年以来已有超 20 家上市券商 IPO、定增、配股及可转债落地，募资金额超 1500 亿元。2021 年仍有 10 家定增及配股计划待实施，拟募资金合计超 1000 亿元，其中规模较大的包括中信证券、东方证券分别拟配股募资 280 亿元、168 亿元，东方财富拟通过发行可转债募资 158 亿元。券商再融资热情高涨，从再融资投向安排来看，多为发展资本中介及投资交易业务。

细分来看，投资资产和融出资金规模及占比明显上升。根据证券业协会统计数据，截至 2020 年末，证券行业总资产达 8.90 万亿元，净资产达 2.31 万亿元，分别同比增加 22.5%、14.1%。具体拆分资产结构来看，以 41 家 A 股上市券商资产负债表为计算口径，近年来投资资产占比出现明显上升，从 2015 年的 31% 升至 2020 年的 45%，从绝对值来看，投资资产规模从 1.89 万亿元增至 3.93 万亿元，增幅达 108%；信用资产规模 2018 年出现较大幅度下降，主要系买入返售金融资产大幅缩降，2020 年受融出资金快速增长（同比+42%）驱动企稳回升，占比维持在 20% 左右。

图 1、上市券商投资资产规模逐年攀升（亿元）

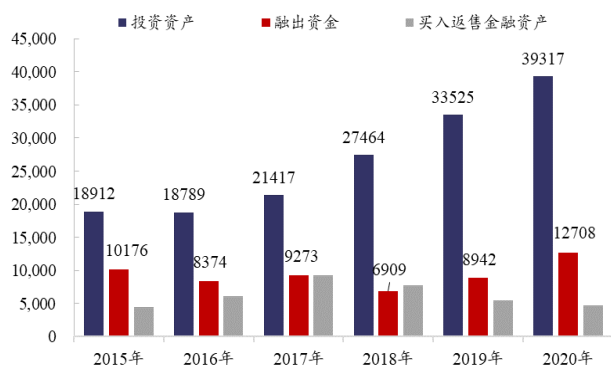
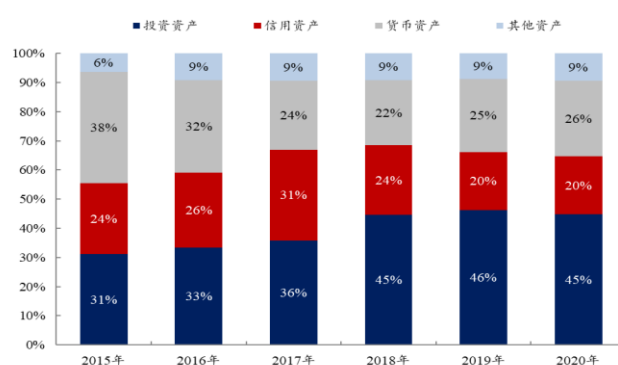


图 2、上市券商投资资产占比持续提高（%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

注 1: 投资资产=交易性金融资产+债权投资/其他债权投资+其他权益工具投资+衍生金融资产

注 2: 信用资产=融出资金+买入返售金融资产

表 1、2020 年至今券商超 60 亿元股权融资安排梳理

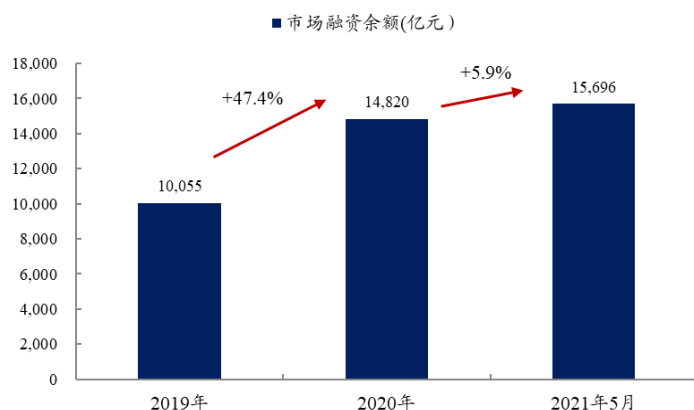
日期	券商	融资方式	融资金额 (亿元)	融资投向安排
2021-4-30	东吴证券	配股	85 (拟发行)	1) 23 亿发展 资本中介 业务; 2) 45 亿发展 投资与交易 业务; 3) 3 亿信息技术及风控合规投入; 4) 4 亿向全资子公司增资;
2021-4-29	财通证券	配股	80 (拟发行)	1) 45 亿发展 投资与交易类 业务; 2) 20 亿发展 资本中介 业务; 3) 5 亿加大信息技术及风控合规投入;
2021-3-31	东方证券	配股	168 (拟发行)	1) 60 亿投资银行业务; 2) 60 亿财富管理与证券金融业务; 3) 38 亿 销售交易 业务;
2021-3-8	红塔证券	配股	80 (拟发行)	1) 40 亿发展 FICC 业务; 2) 20 亿发展 资本中介 业务; 3) 5 亿增加投行业务资金投入; 4) 2 亿设立境外子公司及多元化布局; 5) 3 亿加大信息技术系统建设投入;
2021-2-27	中信证券	配股	280 (拟发行)	1) 190 亿发展 资本中介 业务; 2) 50 亿增加对子公司投入; 3) 30 亿加强信息系统建设;
2021-2-6	国联证券	定增	65 (拟发行)	1) 25 亿扩大 信用交易 业务规模; 2) 30 亿扩大固定收益类、权益类、股权衍生品等 交易 业务;
2021-2-3	东兴证券	定增	70 (拟发行)	1) 30 亿扩大 投资交易 业务规模; 2) 30 亿扩大 融资融券 业务规模; 3) 5 亿增加对子公司投入;
2021-1-30	国海证券	定增	85 (拟发行)	1) 40 亿 投资与交易 业务; 2) 25 亿 资本中介 业务; 3) 10 亿增加对子公司的投入; 4) 5 亿资产管理业务;
2021-4-19	天风证券	定增	81.79	1) 38 亿发展 投资与交易 业务; 2) 49 亿扩大信用业务规模; 3) 13 亿增加子公司投入;
2021-4-7	东方财富	可转债	158.00	1) 140 亿 信用交易 业务; 2) 18 亿扩大 证券投资 业务规模
2020-11-2	中金公司	IPO	131.98	-
2020-7-31	招商证券	配股	126.83	1) 105 亿子公司增资及多元化布局; 2) 20 亿 资本中介 业务; 3) 20 亿 资本投资 业务;
2020-7-17	海通证券	定增	200.00	1) 60 亿发展 资本中介 业务; 2) 100 亿扩大 FICC 投资规模; 3) 15 亿加大信息系统建设投入; 4) 20 亿增加投行业务资金投入;
2020-7-17	国信证券	定增	150.00	1) 23 亿向全资子公司增资; 2) 60 亿 投资与交易 业务; 3) 25 亿 资本中介 业务;
2020-3-13	中信证券	定增	134.60	收购广州证券

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.1、融资融券市场需求激增，市场多空机制逐步完善

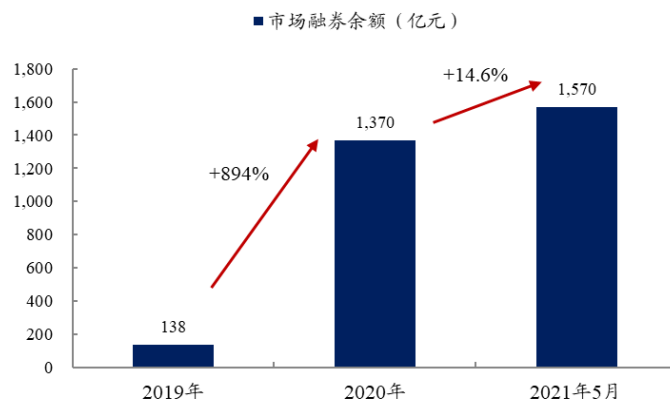
两融业务供需双增，融券市场大幅扩容。两融领域，2019年8月监管层扩大两融标的范围，两融标的数量由950只升至1600只，叠加当前科创板、创业板新标的首个交易日起即可开展两融交易，券商两融业务标的明显扩容。同时科创板及创业板实施转融券约定申报实时成交，大幅提升了融券效率。受益于标的扩容和转融券效率提升，叠加2020年市场走强影响，截至2020年末，沪深两融规模攀升至1.62万亿，其中市场融资余额同比增长47.4%，融券余额从138亿元增长至1370亿元，增幅近9倍。尽管2021年年初至今市场持续震荡，但两融规模仍持续走高，截至2021年5月末，融资余额为15696亿元、融券余额为1570亿元，分别较2020年末进一步增长5.9%、14.6%。

图 3、全市场融资规模变动情况（亿元）



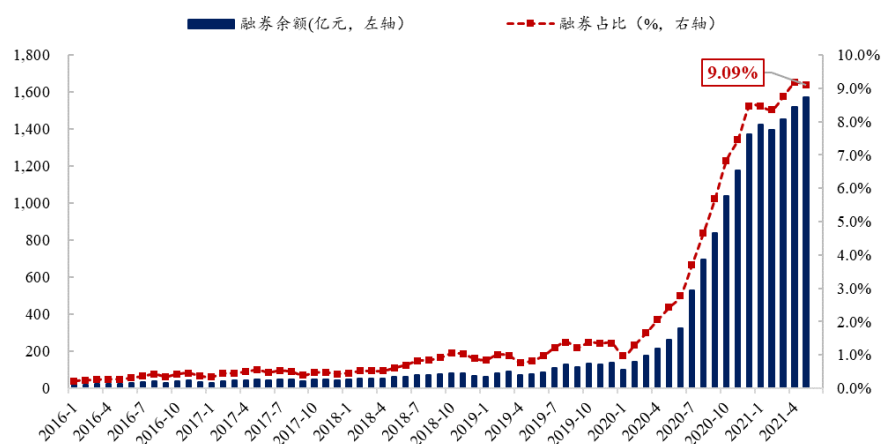
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、全市场融券规模变动情况（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、全市场融券余额及其占比情况（截至 2021 年 5 月末）



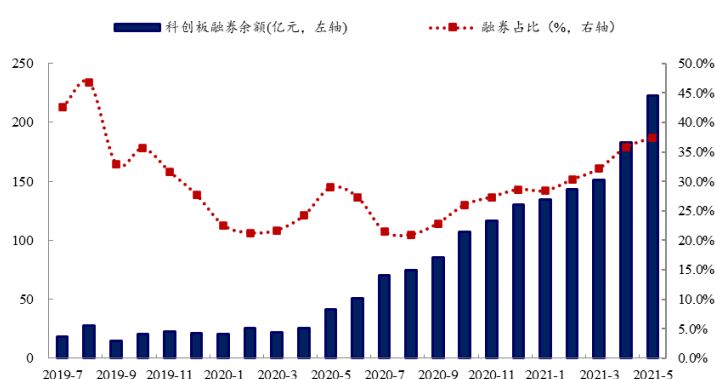
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

两融机制优化，叠加交易机制革新催生对冲需求，融券市场大幅扩容。虽然当前两融市场整体仍以融资为主，但融券规模已出现大幅增长。需求端，科创板&创业板交易机制革新，包括涨跌幅限制放宽、投资者门槛下调等，潜在放大了交易波动和投资风险。此外 T+0 交易、做市商制度等改革也在研究推进，国内整体交易机制逐步向发达金融市场靠拢。交易波动及投资风险的放大，大幅催生了市场对冲需求；供给端，融券标的增多以及转融通机制优化，更好地满足了市场融券需求。融券规模增长下，A 股市场多空机制得到进一步完善。

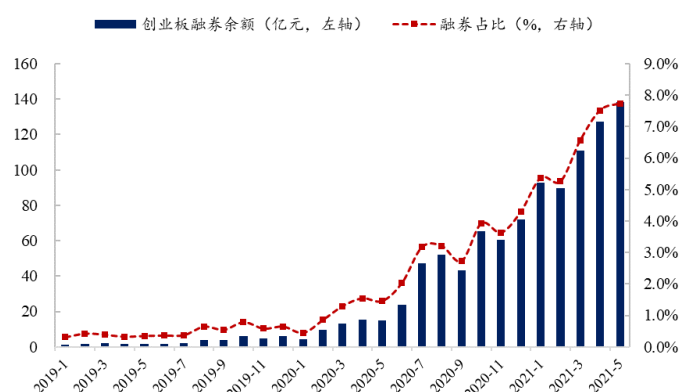
从科创板来看，截至 5 月 31 日，科创板上市公司融资、融券余额分别为 372 亿元、223 亿元，融券占比较年初提升 8.82pct 至 37.45%，已接近发达国家水平（我国转融通机制与日本相同，均采用集中化授信模式，日本两融交易额占股票交易总额的比例在 13%-18% 之间，同样融资交易额高于融券交易额，融券占比约为 36%）。而创业板融资、融券余额分别为 1650 亿元、138 亿元，融券占比较年初提升 3.44pct 至 7.74%。对比科创板来看，创业板融券占比仍有较大提升空间，将进一步助力整体融券市场大幅扩容。未来随着全面注册制的推进，全市场融券规模有望进一步增长。

图 6、科创板融券余额及其占比变动



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、创业板融券余额及其占比变动



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、创业板&科创板两融业务对比（截至 2021 年 5 月 31 日）

	创业板	科创板
两融标的数量	325 只	282 只
融资余额（亿元）	1649.67	371.85
融券余额（亿元）	138.30	222.61
融券占两融比例	7.74%	37.45%
融券余量（亿股）	2.93	4.46
融券余量占总股本比例	0.06%	0.46%

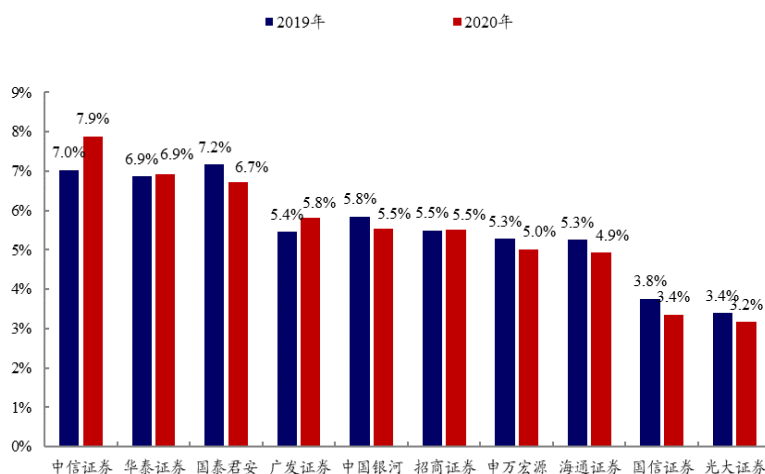
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 7 -

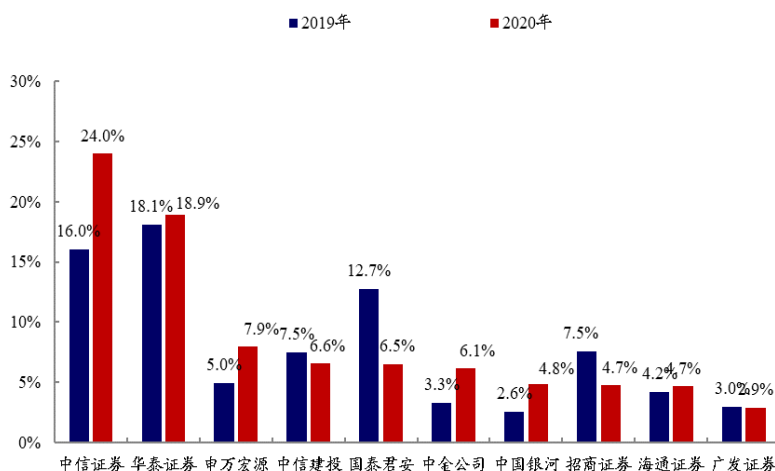
融资业务集中度略有下行，而融券业务头部集中态势明显。从融资市场来看，2020年各家券商融出资金余额普遍实现较快增长，大中型券商中信、广发、建投、东方增幅较大，超50%；中小券商同样跟紧发力，浙商、南京、国联证券增幅超70%。从当前规模来看，中信、华泰融出资金余额超1000亿元，位居行业前列，排名前10的券商合计市占率为54.8%，较去年同期小幅下滑0.7pct。从融券市场来看，市场份额呈现明显的头部集中态势，大中型券商普遍实现超10倍的高速增长，合计增长1227亿元，同比增长896%；从当前规模来看，中信、华泰领先优势显著，融出证券余额分别达328亿元、259亿元，市占率分别达24%、19%，两者合计占比41%，排名前10的券商合计市占率为87.1%（去年同期为83.9%），业务集中度稳步上行。

图 8、2020 年 Top10 券商融资市占率



数据来源：公司公告、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2020 年 Top10 券商融券市占率



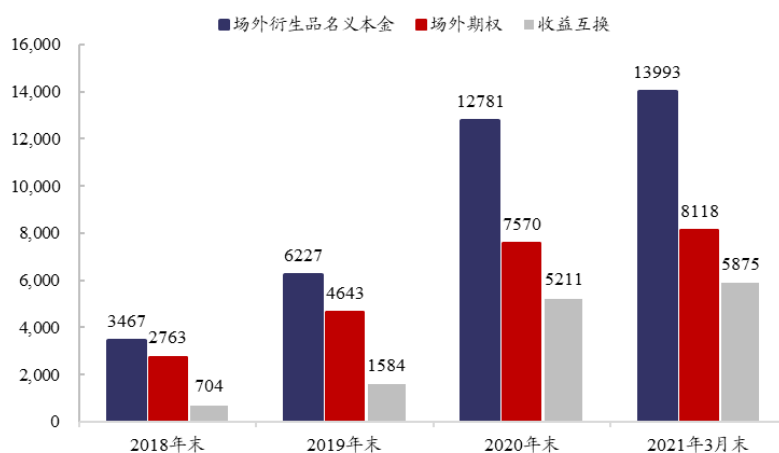
数据来源：公司公告、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1.2、场外权益衍生品市场扩容，政策放松行业竞争加剧

对冲需求促使衍生品规模大幅增长，场外存续名义本金同比+105%。除了融券业务外，2020年衍生品业务规模也出现大幅增长。根据证券业协会数据，截至2020年末，场外金融衍生品存续未了结初始名义本金合计达1.28万亿元，同比大增105%；其中场外期权7570亿元、收益互换5211亿元，分别同比增长63%、229%。2021Q1场外衍生品规模继续增长，截至最新数据（3月末），场外金融衍生品存续未了结初始名义本金升至1.40万亿元，较2020年末增长9.5%；其中场外期权8119亿元、收益互换5875亿元，分别较2020年末继续增长7%、13%。

图 10、场外衍生品名义规模及其细分规模变动情况（亿元，截至 2021Q1）



数据来源：中国证券业协会、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

场外衍生品存续交易前5券商规模翻番，竞争格局尚不稳定。根据证券业协会发布的场外证券业务开展最新排名，截至2020年11月末，场外衍生品存续交易量排名前5的分别为中信证券、中金公司、华泰证券、国泰君安和中泰证券。从规模来看，前5公司较2019年同期实现翻倍以上增长，且中信与中金规模优势更为明显。从竞争格局来看，中金规模及排名攀升明显，规模同比增长近3倍，排名从2019年11月的第五升至2020年11月的第二，国君与中泰于2020年下半年发力该业务，规模至2020年11月跻身前5。

表 3、证券公司场外衍生品存续交易量排名前5（亿元）

	2019.11		2020.11
中信证券	1,344.20	中信证券	3,039.65
华泰证券	1,121.01	中金公司	2,107.67
申万宏源	754.87	华泰证券	1,516.42
中信建投	732.21	国泰君安	1,290.88
中金公司	567.05	中泰证券	1,256.79
CR5	77.65%		69.21%

注：2020年11月后不再披露公司排名

数据来源：中国证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

互换和期权前 5 格局有所变化，但头部券商仍有明显优势。从场外衍生品细分来看，截至 2020 年 11 月末，互换存续交易量排名前 5 的分别为中信证券、中金公司、华泰证券、国泰君安和中泰证券，规模上中信和中金基本持平，与第三至五券商相比优势显著；竞争格局上，前 4 较 2019 年同期排名未有变化，中泰证券 2020 年 11 月跻身前 5。期权存续交易量排名前 5 的分别为中信证券、申万宏源、华泰证券、国泰君安和中信建投，规模上相对差距较小；竞争格局上前 5 券商仅排名顺序有所变化。

表 4、证券公司互换存续交易量排名前 5（亿元）

	2019.11		2020.11
中信证券	593.22	中信证券	1,687.09
中金公司	396.13	中金公司	1,686.32
华泰证券	211.90	华泰证券	533.99
国泰君安	69.69	国泰君安	326.84
中信建投	50.74	中泰证券	243.77
CR5	93.25%		86.31%

注：2020 年 11 月后不再披露公司排名

数据来源：中国证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、证券公司期权存续交易量排名前 5（亿元）

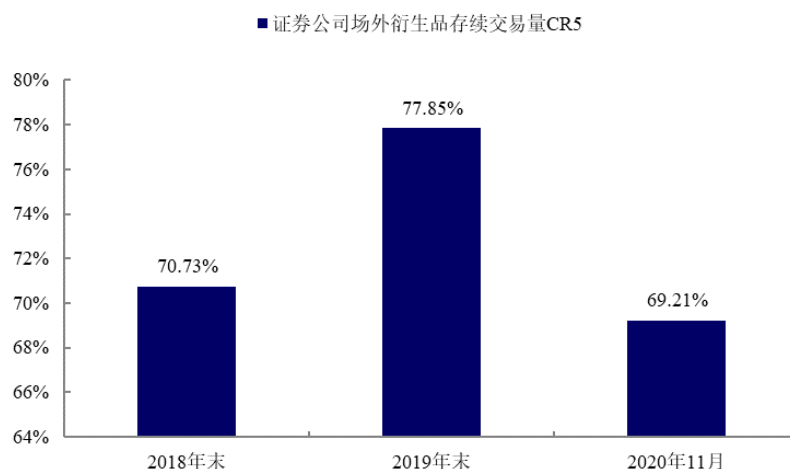
	2019.11		2020.11
华泰证券	909.11	中信证券	1,352.56
中信证券	750.98	申万宏源	1,162.33
申万宏源	740.69	华泰证券	982.43
中信建投	681.47	国泰君安	929.95
国泰君安	434.03	中信建投	875.61
CR5	79.87%		65.29%

注：2020 年 11 月后不再披露公司排名

数据来源：中国证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

场外衍生业务 2020 年竞争逐步加剧，市场集中度出现下降。从场外衍生品存续交易排名前 5 券商的整体市占率来看，2018-2020 年三年集中度出现先升后降的态势。2018 年场外衍生品存续交易量 CR5 为 70.73%，2019 年升至 77.85%，集中度明显提升，但截至 2020 年 11 月，CR5 降至 70% 以下，为 69.21%。细分来看，互换和期权存续量 CR5 分别为 86.3%、65.3%。我们认为主要是头部券商在业务发展前期布局较早，抓住了市场机遇，使得市占率明显提升，2020 年部分大中型券商也开始逐步发力，市场竞争加剧，集中度出现下滑。

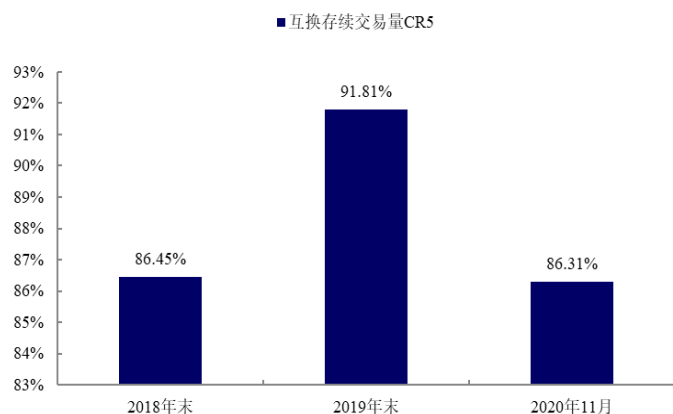
图 11、证券公司场外衍生品存续交易量 CR5



数据来源：中国证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

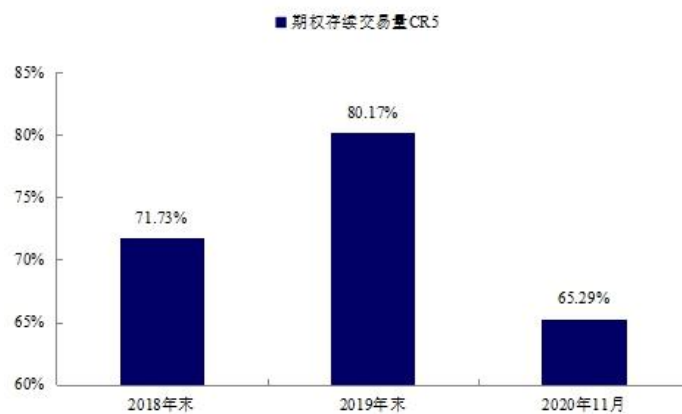
期权存续规模集中度降幅明显，互换集中度高于期权。从互换和期权的集中度来看，2018-2020 年也出现先升后降的态势。截至 2020 年 11 月，互换存续交易量 CR5 由 2019 年的 91.81% 降至 86.31%，期权存续交易量 CR5 由 2019 年的 80.17% 降至 65.29%，期权存续规模集中度降幅更为明显，且已低于 2018 年的 71.73%。整体来看，场外衍生品存续规模集中度仍然较高，CR5 接近 70%，其中互换集中度高于期权集中度。

图 12、证券公司互换存续交易量 CR5



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、证券公司期权存续交易量 CR5



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

场外期权政策放松，更多券商将获展业资格。此前场外衍生品高集中度一方面源于相关资质牌照集中在头部券商，另一方面无论是场外期权还是收益互换都具备明显的规模经济性，头部券商在风险管理、资金成本等方面优势明显。2020 年 9 月 25 日中证协发布《证券公司场外期权业务管理办法》，场外期权领域率先松绑，此次规则修订将券商参与场外期权业务的交易商资质门槛从最近一年分类评级在 A 级以上降低到 BBB 级以上，且展业一年情况良好、未有重大风险事件的二级交

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

易商可向证监会申请成为一级交易商；据此，可开展场外期权业务的券商数量将扩容至 70 家。此外场外期权挂钩个股标的范围扩大至融资融券标的的范围。在此背景下，更多券商将获得展业机会，另一方面充分的市场竞争以及更丰富可操作标的，也有望进一步推动衍生产品创设，促进衍生品业务创新。自场外期权新规发布以来，截至 5 月 31 日，新增场外期权一级交易商 1 家（申万宏源）；新增二级交易商 6 家，包括东北证券、东方财富、瑞银证券、华鑫证券、华宝证券、长江证券，二级交易商总数增至 33 家。

表 6、2020 年证券公司分类评级结果

一级交易商资质门槛 AA 级 (15 家)	二级交易商资质门槛				
	A 级 (32 家)		BBB 级 (23 家)		
中信证券	东方证券	东方财富	中原证券	广发证券	世纪证券
中信建投	东莞证券	东北证券	中天国富	国都证券	万和证券
国泰君安	东吴证券	华宝证券		华安证券	万联证券
华泰证券	东兴证券	长江证券		南京证券	西南证券
招商证券	方正证券	五矿证券		国融证券	湘财证券
中金公司	财通证券	西部证券		国元证券	野村东方
申万宏源	国联证券	信达证券		红塔证券	粤开证券
光大证券	中银国际	恒泰证券		财达证券	中航证券
国金证券	华西证券	国开证券		华金证券	
平安证券	山西证券	第一创业		华融证券	
安信证券	天风证券	华创证券		汇丰前海	
银河证券	兴业证券	华菁证券		九州证券	
国信证券	浙商证券	北京高华		摩根大通	
海通证券	华鑫证券	渤海证券		大通证券	
中泰证券	瑞银证券	银泰证券		申港证券	

注：表中蓝灰底分别表示当前一级/二级交易商，红色为新增交易商，其余为符合资质门槛的券商
数据来源：证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

从业务发展来看，资本市场改革下交易风险的放大叠加机构客户的增长，大幅抬升了融资融券和权益衍生品的展业空间；从竞争格局来看，无论是头部券商，亦或是中小券商，都在积极发力资本中介业务。从中长期来看，头部券商基于庞大的客群基础、资金成本优势、先发优势以及在产品创设、风险管理等方面的雄厚实力，综合竞争优势显著，业务集中度有望持续提升。

2、拥抱权益时代，财富管理迎来黄金发展期

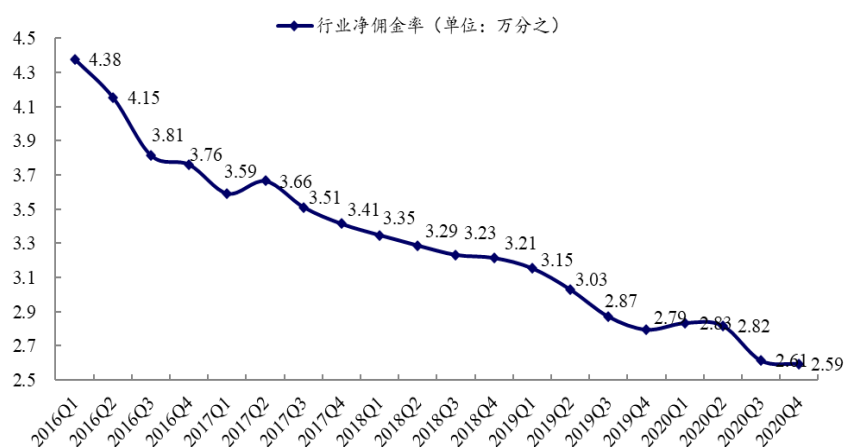
居民财富稳步增长，叠加权益市场持续扩容，推动财富管理行业步入黄金发展期。

随着我国居民可支配收入逐步提高，富裕人群数量及资产规模不断增加，带来居民可投资资产的持续扩容，极大地推动了居民财富管理需求的持续增长。据麦肯锡统计数据显示，中国个人金融资产从 2015 年的 117 万亿元快速增长至 2020 年的 205 万亿元，CAGR 达 10%，预计 2025 年将有望达到 332 万亿元。但我国居民的金融资产占比明显偏低（20%左右），对标世界发达经济体（如美国超 70%）仍有极大提升空间。同时随着“房住不炒+资管新规+资本市场改革”的政策组合拳逐步落地，居民财富将持续向资本市场转移，大权益市场已冉冉开启。此外，从资管机构来看，当前包括银行理财、公募基金、券商资管、保险资管及信托等多层次全方位的大资管良性竞争格局已然形成，为财富管理积淀了丰富的底层资产。在供需两端的共同推动下，中国财富管理市场步入黄金发展期。

2.1、行业净佣金率持续下行，代销收入同比大增 170%

2020 年交投活跃度显著抬升，行业净佣金率延续下滑趋势。2020 年创业板注册制进一步下调投资者门槛，相较于科创板，创业板直接将账户资金门槛从 50 万元下调至 10 万元；拓宽投资者覆盖面，除新增客户外，且存量客户均可参与交易。同时受益于市场走强，全年交投活跃度显著抬升，日均股基成交额同比增长 63%，证券行业代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）达 1161 亿元，同比增长 47%，上市券商口径同比增长 54%。从行业净佣金率来看，净佣金率延续下滑趋势，据测算 2020 年净佣金率较 19 年末的万分之 2.79 进一步下滑至万分之 2.70，2020Q1-Q4 分别为万分之 2.83、2.82、2.61、2.59。

图 14、2020 年行业净佣金率延续下滑趋势



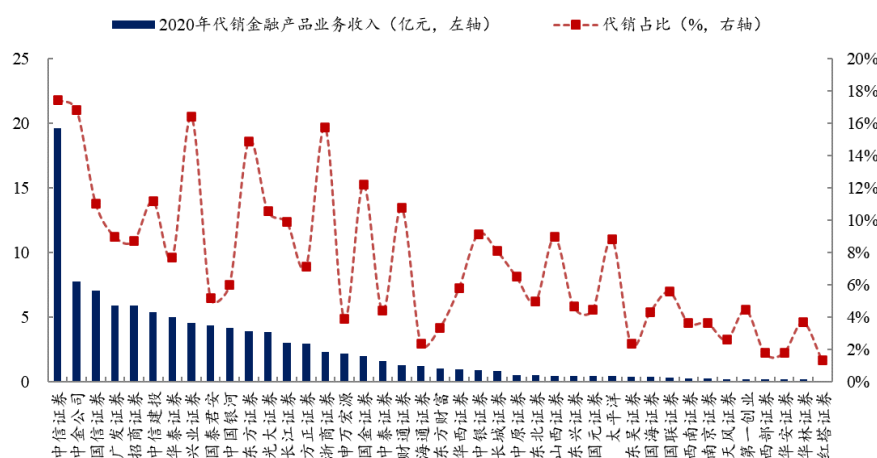
数据来源：上深交所、证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 13 -

财富管理转型加速推进，代销金融产品收入大增 170%。伴随着整体佣金率的下行，2020 年券商财富管理转型加速推进，叠加基金发行火热，全年代销金融产品收入实现大幅增长，占经纪业务净收入的比例明显提升。从上市券商经纪业务细分来看，代理买卖、席位租赁、代销金融产品、期货经纪分别同比增长 45%、71%、170%、46%，其中代销金融产品收入实现 170% 的翻倍增长，占经纪业务比重由 5.0% 上升至 8.8%。从各家上市券商的表现来看，代销金融产品收入均实现翻倍高增长，且代销占经纪业务比重显著提升，其中中信、中金、兴业、浙商占比超 15%，中信证券以 19.65 亿元（占比 17%）领先于其他券商。

图 15、2020 年上市券商代销金融产品业务收入及占比（亿元）



数据来源：上市券商 2020 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、财富管理 3.0 模式开启，券商基金保有规模超预期

代销机构公募保有量百强排名中券商占据 47 席，财富管理 3.0 模式开启。5 月 13 日，基金业协会首次公布 2021 年一季度代销机构公募基金保有量规模前 100 强榜单，排名主要依据股票+混合公募基金保有规模。百强机构中证券公司共 47 家，银行 31 家，三方及其他 22 家。从这 47 家券商来看，中信证券排名居首，股票+混合基金保有量达 1298 亿元，市占率为 1.8%，其次为广发、华泰、国信、招商，后 6-10 位分别为兴业、建投、平安、银河、东方。这些券商普遍为拥有庞大客群基础、领先产品创设能力的大型头部券商，以及部分具备投研特色的精品券商（兴业/平安/东方）。此外，互联网券商龙头东方财富旗下的天天基金表现抢眼，股票+混合保有量高达 3750 亿元，市占率达 5.1%，位列行业第 5 名，领跑中行、交行等大型银行。

此次榜单公布有利于引导基金代销机构关注客户长期投资收益，此后财富管理行业拥有公开可量化对比指标，有利于促进行业健康发展。券商财富管理转型超预期，业务模式逐步从以代销金融产品量为驱动的财富管理 2.0 模式向以客户 AUM 增长为驱动的财富管理 3.0 模式升级。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 7、天天基金及 Top10 券商基金保有规模情况（亿元）

排名	机构名称	股票+混合公募 基金保有规模	市占率 (%)	非货基保 有规模	市占率 (%)
1	天天基金	3,750	5.1%	4,324	3.4%
2	中信证券	1,298	1.8%	1,315	1.0%
3	广发证券	741	1.0%	787	0.6%
4	华泰证券	545	0.7%	594	0.5%
5	国信证券	515	0.7%	523	0.4%
6	招商证券	496	0.7%	527	0.4%
7	兴业证券	441	0.6%	448	0.4%
8	中信建投	380	0.5%	390	0.3%
9	平安证券	378	0.5%	405	0.3%
10	中国银河	361	0.5%	697	0.6%
11	东方证券	348	0.5%	352	0.3%

数据来源：中国基金业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

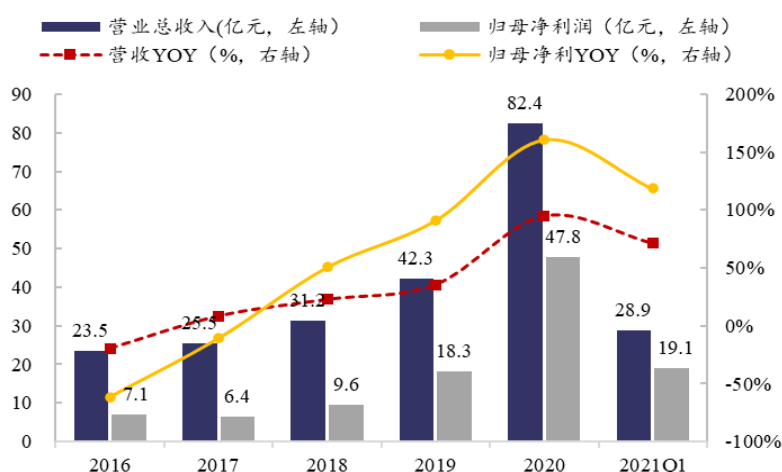
3、“互联网+券商”浪潮涌动，持续推进科技赋能

证券行业大步迈入“金融科技”时代，成为行业发展的又一新引擎。当下“互联网+券商”发展浪潮越发旺盛，以大数据、云计算、人工智能、区块链为代表的金融科技应用正深刻影响着资本市场，证券业也大步迈入“金融科技”时代。金融与科技的深度融合，对于证券行业来说不仅是一场技术革命，更是实现高质量发展的必由之路。过去四年，证券行业，特别是部分头部券商已从战略高度布局金融科技，对于信息技术领域的累计投入已超过 500 亿元。在 500 亿元投入的背后，金融科技正深刻改变着行业的服务边界、商业模式、资源配置及经营管理，促进金融专业能力融合与资源互换。

3.1、互联网券商乘势崛起，靓丽演绎高成长性

互联网券商东方财富凭借“科技+流量+牌照”的核心竞争优势实现弯道超车，2021Q1 业绩跻身行业 Top10。此前我们深入研究了国内互联网券商龙头东方财富，其通过自身打造的“以东方财富网”为核心的互联网金融生态圈锁定了一大批聚焦财经领域的优质流量，收购证券牌照后已与证券公司直面竞争（详见我们 2021 年 1 月 7 日发布的《东方财富：独树一帜，塑强者之道》）。海量财经用户基础叠加科技赋能，助力公司实现穿越牛熊的高增长，2020 年、2021Q1 东方财富业绩增速分别为 161%、119%，远高于上市券商平均增速（分别为 36%、30%）行业排名提升明显，归母净利润排名由 15 年的 30 名开外上升至第 9 名，跻身前十行列，实现弯道超车。

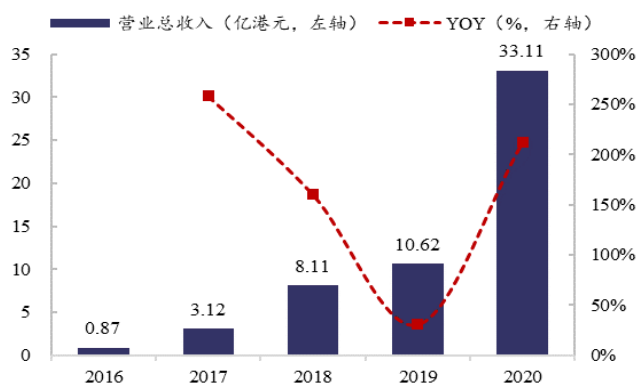
图 16、2015 年以来东方财富营业总收入及归母净利润变动情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

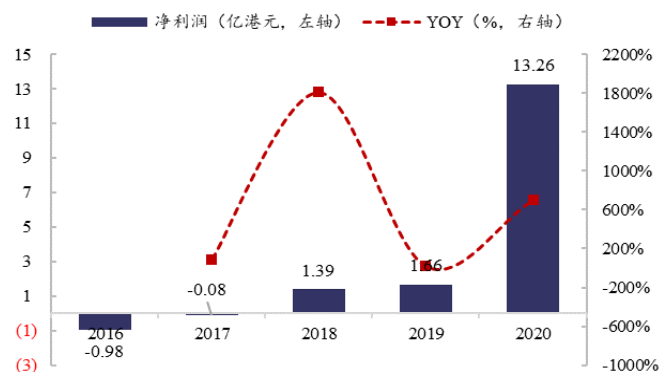
2020 年全球资产配置需求强劲增长，跨境互联网券商乘势崛起。除了 A 股互联网券商龙头东方财富业绩表现靓丽外，聚焦港美股市场的跨境互联网券商富途控股和老虎证券同样以其高成长性引发广泛关注。以富途控股为例，自 2016 年以来，公司营收及净利润均呈现出强劲增长态势，营业收入自 2016 年的 0.87 亿港元高速增长至 2020 年的 33.11 亿港元，CAGR 高达 148%；净利润更是由 2016 年的亏损 0.98 亿港元大幅扭亏为盈，至 2020 年实现盈利 13.26 亿港元，2020 年同比增速高达 700%。凭借领先的科技实力&产品运营能力，富途在跨境互联网券商赛道中脱颖而出，2020 年公司新开户数及付费转化率实现超预期的高速增长，2020 年公司开户客户和付费客户数分别达 142 万、51.7 万，付费转化率由 23.9% 大幅提升至 36.4%。（详见我们 2021 年 4 月 7 日发布的行业深度报告《聚焦富途，解析跨境互联网券商崛起之道》）

图 17、2016 年以来富途营业总收入及其同比变化



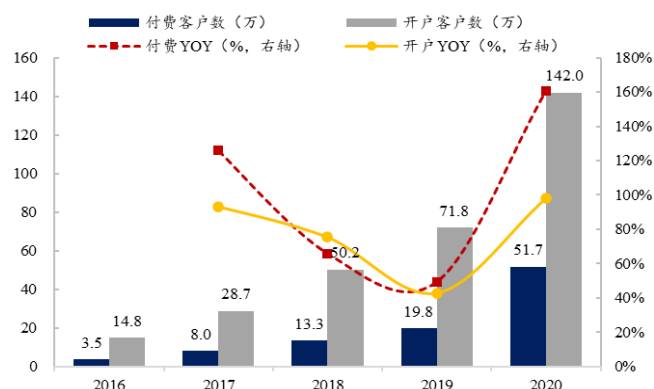
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、2016 年以来富途净利润及其同比变化



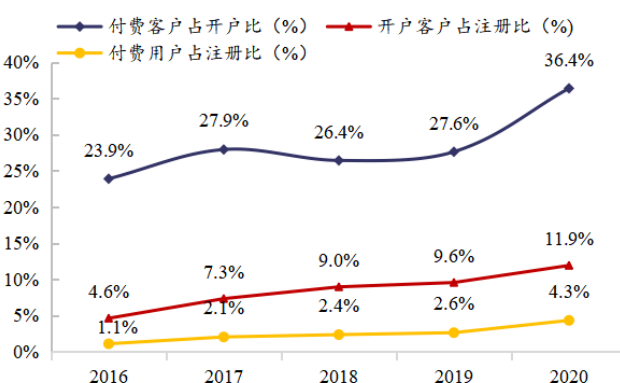
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、富途开户客户及付费客户数及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、富途开户客户及付费客户占比情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.2、传统券商内外并举，积极补足金融科技短板

内部投入+外部合作，持续推进金融科技赋能。东方财富及富途控股的快速崛起，也让传统券商倍感压力，与传统券商相比，互联网券商的核心竞争优势在于互联网轻资产模式带来的低成本运营、领先研发实力带来的良好用户体验和庞大的 C 端流量基础。过去四年，证券行业（特别是头部券商）已从战略高度布局金融科技，对于信息技术领域的累计投入已超过 500 亿元。传统券商通过内部投入+外部合作并举，积极补足金融科技短板：

- 1) **内部加大科技投入力度，助力数字化转型升级。**2020 年证券公司加大研发投入，重视科技人才培养，IT 人员占比及研发投入占比持续提高，其中华泰证券研发投入占比明显高于其他头部券商，2020 年 IT 人员占比达 11%，研发投入占营收比重达 6%。2009 年华泰证券就决定全面推进“互联网+证券”改革，是业内较早发力科技赋能，并持续大力投入的头部券商。除华泰证券外，招商证券、中信建投研发人员和投入同比增长也较为明显，招商证券 IT 人员及研发投入分别同比增长 46%、52%。2020 年招商证券持续优化和推广“智远一户通”APP；推出“招商证券财富+”微信小程序，建立客户与公司的新营销模式社交生态圈，服务客户超过 70 万户；同时推出招财智投，为客户提供个性化、多元化、场景化的一站式资产配置服务。中信建投 IT 人员和研发投入分别同比增长 19%、28%，公司持续优化蜻蜓点金 APP、优问等系统，完善集中运营平台，加强业务部门数字化建设。

表 8、2020 年头部券商和部分互联网券商研发投入情况

证券公司	IT 人员 (人)	IT 占比 (%)	IT 同比 (%)	研发投入 (亿元)	研发占比 (%)	研发同比 (%)
中信证券	1133	6%	8.0%	/	/	/
中金公司	410	4%	0.0%	/	/	/
华泰证券	1124	11%	4.8%	17.65	6%	23.9%
中信建投	608	6%	19.4%	7.78	3%	28.5%
海通证券	731	6%	9.1%	8.75	2%	12.2%
国泰君安	/	/	/	12.27	3%	9.8%
招商证券	536	6%	46.4%	9.94	4%	52.2%
广发证券	691	6%	6.0%	8.9	3%	10.6%
东方财富	1823	37%	5.6%	3.78	5%	23.9%
富途控股	919	70%	47.5%	5.13	16%	95.7%

注：2020 年年报国君未披露 IT 人员数量，中信、中金未披露研发投入规模
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2) **外部深化与互联网企业&高流量平台合作，积极补足金融科技短板。**尽管华泰在科技赋能上始终走在券商行业前沿，但 IT 人数及研发投入占比仍明显低于定位为互联网券商的东财和富途。根据易观千帆 2021 年 3 月证券服务 APP 月活排名，华泰证券旗下的涨乐财富通月活高于其他券商，但明显低于同花顺和东方财富。由于互联网基因不足，近年来券商也开始加大与互联网企业

的合作，加速科技短板的补足。2020年6月，中金公司和腾讯成立合资子公司金腾科技，9月在微信端正式上线，逐步开启互联网引流。中金公司表示此次合作具有重要战略意义，已成功引流了一部分客户，当前包括产品研发、系统搭建、改善客户体验、提升数据精准度等方面都在迅速迭代中。

此外，传统券商借鉴互联网引流模式，积极与第三方高流量平台合作。例如与同花顺/大智慧等证券服务商、新浪财经/财联社等财经咨询提供商、直播/KOL等新兴模式进行开户导流合作，另有部分券商聚焦“内容”，例如东吴证券与财经大V合作，强调个人IP引流。4月16日，任泽平与吴晓波以《通胀来了怎么办？2021年一季度宏观经济解读》为主题，进行直播分享。数据显示，两位大V直播间合计共5万在线观看人次，观看热度属于微信直播平台在财经领域的较高水平。预计任泽平后续将更多探索以短视频形式传播财经资讯，培育私域流量体系，聚集内容打造以增强用户粘性，其强大的粉丝基础（“泽平宏观”公众号阅读量基本10W+）带来的导流效果值得期待。

表9、2021年3月证券服务类APP月活数排名

排名	APP	券商	月活数（万）
1	同花顺	无	3,241.7
2	东方财富	东方财富	1,515.1
3	大智慧	大智慧	875.8
4	涨乐财富通	华泰证券	871.6
5	国泰君安君弘	国泰君安	569.4
6	平安证券	平安证券	509.7
7	小方	方正证券	481.7
8	海通e海通财	海通证券	475.0
9	广发证券易淘金	广发证券	464.8
10	蜻蜓点金	中信建投	462.0
11	中信证券信e投	中信证券	459.9
12	智选一户通	招商证券	459.0

数据来源：易观千帆，兴业证券经济与金融研究院整理

4、证券行业 2021 年盈利预测

我们对于 2021 年证券行业进行盈利预测，其中 2021 年基于保守、中性和乐观三种情景设置了如下假设条件：

表 10、证券行业盈利预测假设条件（单位：亿元）

	2018A	2019A	2020A	保守	2021E 中性	乐观
日均股基交易量	3913	5429	8849	8849	10176	11061
佣金率（‰）	0.33	0.30	0.27	0.27	0.26	0.25
两融业务						
日均余额	9131	9116	12956	16843	18138	19434
利率（%）	7.36	7.15	6.82	7.00	6.80	6.70
股票质押业务						
日均余额	7190	5246	3660	3111	3477	3843
利率（%）	6.45	6.71	6.29	6.50	6.30	6.20
自有资金利息收入	126	121	120	120	120	120
投行增速	-27%	30%	39%	10%	15%	25%
资管增速	-11%	0%	9%	15%	30%	50%
自营规模（当年）	26102	32238	37074	42635	42635	42635
平均收益率（%）	3.46%	4.19%	3.64%	3.50%	3.65%	3.80%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

基于以上保守、中性、乐观假设，我们预计 2021 年证券行业营业收入分别为 4648 亿元/5122 亿元/5506 亿元，分别同比增长 3.6%/14.2%/22.8%；净利润 1673 亿元/1844 亿元/2037 亿元，分别同比 6.2%/17.1%/29.3%；对应 ROE 为 7.95%/8.52%/9.23%。

表 11、证券行业 2021 年盈利预测（单位：亿元）

	2018A	2019A	2020A	保守	2021E 中性	乐观
经纪业务	623	788	1161	1166	1291	1349
日均股基交易量	3913	5429	8849	8849	10176	11061
佣金率（‰）	0.33	0.30	0.27	0.27	0.26	0.25
收入占比	23%	22%	26%	25%	25%	25%
利息净收入	215	464	597	727	850	995
两融业务	672	652	884	1179	1233	1302
日均余额	9131	9116	12956	16843	18138	19434
利率（%）	7.36	7.15	6.82	7.00	6.80	6.70
股票质押业务	463	352	230	202	219	238
日均余额	7190	5246	3660	3111	3477	3843
利率（%）	6.45	6.71	6.29	6.50	6.30	6.20
收入占比	8%	13%	13%	16%	17%	18%
投行业务	370	483	672	739	773	840
增速	-27%	30%	39%	10%	15%	25%
收入占比	14%	13%	15%	16%	15%	15%
资管业务	275	275	300	345	389	449
增速	-11%	0%	9%	15%	30%	50%
收入占比	10%	8%	7%	7%	8%	8%
投资收益	800	1222	1263	1395	1455	1514
自营规模（当年）	26102	32238	37074	42635	42635	42635
平均收益率（%）	3.46%	4.19%	3.64%	3.50%	3.65%	3.80%
收入占比	30%	34%	28%	30%	28%	28%
其他业务	379	374	492	393	492	492
增速	44%	-1%	32%	5%	0%	0%
收入占比	14%	10%	11%	8%	10%	9%
收入合计	2,663	3,605	4,485	4,648	5,122	5,506
增速	-14.47%	35.37%	24.41%	3.64%	14.21%	22.76%
净利润	666	1,231	1,575	1,673	1,844	2,037
增速	-41.04%	84.77%	27.98%	6.22%	17.05%	29.31%
ROE	3.52%	6.09%	6.82%	7.95%	8.52%	9.23%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、行业估值：年初至今仍超跌，处于合理估值低位

券商 PB 估值已修复至 1.79 倍，处于合理估值低位。2020 年上半年来，受海外疫情风险和全球经济预期下行的影响，券商板块估值成持续走低趋势，在 2020 年 5 月估值一度降至 1.4 倍以下，最低至 1.37 倍。2020 年下半年随创业板注册制落地、交易机制革新等资本市场改革红利逐步兑现，叠加资本市场大幅走强，同时受证券业并购重组预期渐起、混业经营探索推进等催化剂驱动，券商迎来业绩和估值的戴维斯双击，板块估值在 8 月达到 2.25 倍。2021 年初，板块走出短期春节躁动行情，但春节后受市场悲观预期影响，大盘震荡回调，券商板块股价持续回落，估值最低降至 1.57 倍。5 月中下旬受财富管理转型效果超预期推动，券商板块估值提升，当前（截至 6 月 1 日）板块估值修复至 1.79 倍，但仍处于合理估值低位。

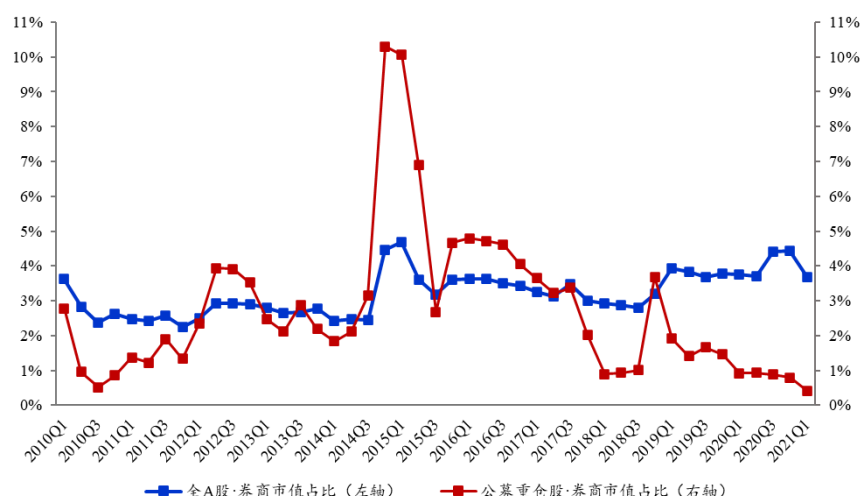
图 21、证券Ⅲ(申万)市净率变动情况（截至 2021 年 6 月 1 日）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2021Q1 基金重仓券商比例下滑至 0.42%，已低于 2018Q1 水平。2017Q4 起公募基金券商股重仓配置市值占比大幅下滑，2018Q1&Q2 占比均不足 1.0%，2018Q4 起受政策托底及资本市场改革预期影响，重仓比例回升至 1.5%-2% 区间。近年来，证券行业重资产化趋势渐显，券商股价表现贝塔属性凸显，个股普遍跟随大盘呈现脉冲性上涨行情，持续性弱，因此机构低配比例愈加明显。2020 年上半年受国内外经济预期下行影响，券商板块重仓配置市值连续下滑至 0.94%，处于明显低配状态。2020 下半年起资本市场改革红利释放，市场交投活跃度持续高涨，但券商配置占比仍略有下滑至 0.79%。2021 年春节后受市场大幅回调影响，给券商基本面带来负面影响，整体重仓比例继续下滑至 0.42%，低配比例达 3.25%。

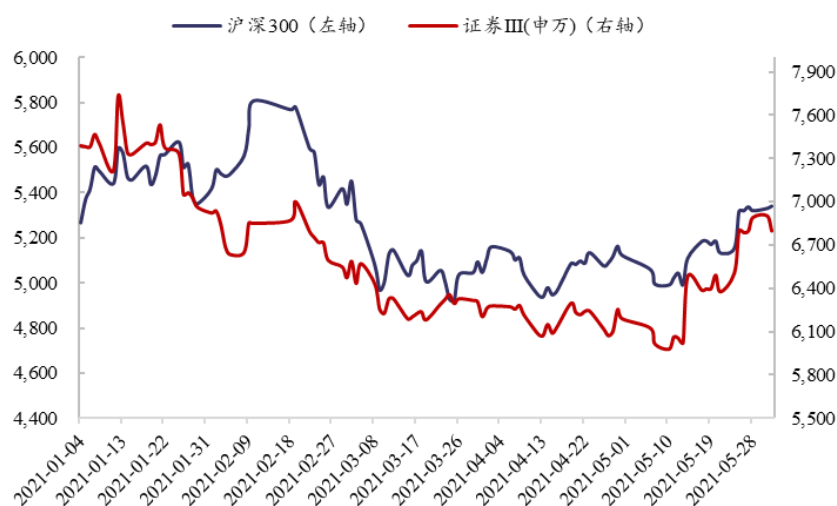
图 22、2021Q1 券商板块基金重仓股行业配置比例



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年初至今，证券板块相对于沪深 300 指数超跌幅度近 10%。2021 年初至今（截至 6 月 1 日），证券 III(申万)指数下跌 7.36%，对应沪深 300 指数上涨 2.50%，超跌幅度为 9.86%，证券板块整体跑输大盘。

图 23、2021 年至今券商板块走势（截至 2021 年 6 月 1 日）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分个股来看，年初至今涨幅前五的个股分别为东方财富、兴业证券、国泰君安、广发证券、方正证券，年初至今 41 家上市券商股价普遍下跌，仅有东方财富、兴业证券、国泰君安分别上涨 21.59%、19.47%、0.06%，另有广发证券、方正证券跌幅较少，分别下跌 2.33%、3.57%；年初至今涨幅排名后五个股分别为中银证券、中泰证券、第一创业、国联证券、红塔证券，分别下跌 41.84%、40.05%、29.05%、27.99%、27.91%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 12、证券板块个股年初至今涨跌幅排名（截至 2021 年 6 月 1 日）

排名	个股简称	年初至今 涨跌幅	排名	个股简称	年初至今 涨跌幅
1	东方财富	21.59%	22	浙商证券	-15.56%
2	兴业证券	19.47%	23	东兴证券	-15.62%
3	国泰君安	0.06%	24	天风证券	-16.56%
4	广发证券	-2.33%	25	华林证券	-17.46%
5	方正证券	-3.57%	26	国信证券	-18.99%
6	华泰证券	-6.33%	27	国金证券	-19.73%
7	长江证券	-8.81%	28	长城证券	-19.74%
8	海通证券	-8.94%	29	华西证券	-20.19%
9	东北证券	-9.58%	30	中金公司	-20.38%
10	国元证券	-9.79%	31	中信建投	-20.67%
11	光大证券	-10.21%	32	华安证券	-20.68%
12	西南证券	-10.22%	33	山西证券	-21.68%
13	申万宏源	-10.23%	34	国海证券	-23.13%
14	太平洋	-11.52%	35	中原证券	-23.93%
15	中国银河	-11.75%	36	南京证券	-24.37%
16	财通证券	-11.78%	37	红塔证券	-27.91%
17	东方证券	-12.04%	38	国联证券	-27.99%
18	中信证券	-12.35%	39	第一创业	-29.05%
19	东吴证券	-12.68%	40	中泰证券	-40.05%
20	招商证券	-13.84%	41	中银证券	-41.84%
21	西部证券	-14.20%			

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

6、投资策略：寻找创新浪潮中的投资确定性

2021Q1 投行及资管业务同比高增，市场高波动下证券投资表现放大业绩差异。

2020 年资本市场改革利好持续释放，配合市场风险偏好，证券行业利润端同比增长 28.0%；2021Q1 在市场高波动背景下证券投资表现放大业绩差距，根据 41 家上市券商口径统计，2021Q1 收入及归母净利润合计分别同比增长 28.8%、29.6%。细分来看，上市券商经纪、投行、资管业务分别同比增长 14.6%、34.2%、34.7%，资本市场投融资活跃度同比抬升，叠加公募基金市场持续扩容，助力投行和资管业务实现快速增长；重资产业务方面，全市场两融余额稳步攀升，市场风险偏好维持高位，利息净收入同比增长 23.7%；证券投资业务同比增长 16.1%，其中投资收益同比增长 7.6%，而公允价值变动收益为负值（-0.5 亿元），推测主要源于一季度股票及债券市场震荡回调影响。

优质头部券商排名稳固，特色券商表现亮眼。2020 年以来，随着资本市场波动加剧，券商间经营水平差异越发明显，优质头部券商及特色中型券商表现亮眼。具体来看，排名前五的头部券商格局基本稳定，2020 年归母净利润均超百亿，其中中信稳居第一，国君、海通、华泰差距缩小，广发稳居第五。排名五至十的券商中建投和中金排名上升幅度最大，均上升两位，分别排名第六和第十，招商、申万下滑一位至第七、第八，银河位居第九，但与中金差距极小，国信下滑一位至第十一位。其中建投与招商的归母净利润 2021 年也已接近百亿，拉开了与申万的差距。除头部券商外，也脱颖出一批具备差异化竞争优势，业绩高增长的特色大中型券商，如东财（经纪&两融市占率提升，基金代销龙头优势稳固）、兴业（投研能力突出，协同效果显著）表现优异，业绩增速超 100%，排名提升明显，其中东财归母净利润排名由 15 年的 30 名开外上升至 2021Q1 的第 9 名，跻身 Top10，实现弯道超车。

资本中介+财富管理+资产管理打开成长想象空间，助力估值持续提升，建议精选个股积极布局。当前以融资融券、股权衍生品以及跨境交易为代表的资本中介业务迅猛增长，以及伴随着券商财富管理转型深化推进以及资产管理持续扩容，券商成长性空间逐步打开，有望平滑市场波动带来的业绩不确定性，助力估值进一步提升。截至 6 月 8 日，年初至今券商板块累计跌幅收窄至 7.89%，对应沪深 300 上涨 0.40%，超跌幅度仍超 8 个百分点。中长期来看，基本面上行业发展呈现三大趋势：1) 以融资融券、股权衍生品以及跨境交易为代表的资本中介业务迅猛增长，证券公司资产结构重资本化明显提速；2) 伴随着权益市场扩容以及券商财富管理转型深化推进，券商财富管理发展成效逐步显现；3) “互联网+”浪潮在金融行业持续涌进，2020 年互联网券商迅速崛起，与此同时传统券商也在加速推进科技赋能。政策面上未来包括全面注册制、T+0 机制、市场多空机制（融券&衍生品）、境外投资放开等多项行业利好均有望出台，为板块估值提供有力支撑。

个股方面，我们看好三条主线：1) 主线一：行业重资本化趋势下，继续看好综合竞争优势显著的优质头部券商，推荐【中信证券】、【华泰证券】；2) 主线二：关注具备差异化竞争力的互联网券商赛道，持续推荐证券业务市占率持续提升，基金代销表现超预期的【东方财富】，建议关注受益于港美股市场交投活跃，具备领先科技实力&产品运营能力的跨境互联网券商【富途控股】（海外团队覆盖）；3) 主线三：关注券商财富管理转型进度，看好代销收入占比较高且股票+混合基金保有规模靠前的【中信证券】。

重点公司推荐

东方财富：公司战略定位“互联网金融服务平台综合运营商”，凭借其“流量+科技+牌照”的核心竞争优势，业绩持续演绎高速增长，2020年净利润同比+161%，2021Q1继续翻倍+119%，排名跻身行业 Top10，实现弯道超车。2021 年公司将进一步加强科技赋能，持续完善证券零售业务服务体系，完善私募机构一站式服务平台，同时积极推进国际化战略。我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.70 元、0.85 元、1.01 元，2021 年 6 月 8 日收盘价对应的 PE 分别为 44 倍、36 倍、31 倍，维持“审慎增持”评级。

中信证券：从行业变革趋势及政策红利来看，公司作为头部券商将深度受益。注册制下投行业务优势地位稳固；财富管理转型表现亮眼，叠加设立资管子公司加速谋求公募牌照，资管业务步入发展新阶段；资本中介业务已具备较为明显的规模优势，股权衍生品市占率排名行业第一，两融市占率提升明显。若考虑到公司 2021 年底可完成配股，积极补充资本拓宽展业空间，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.20 元、1.45 元、1.75 元，2021 年 6 月 8 日收盘价对应的 PB 分别为 1.67 倍、1.53 倍、1.42 倍，维持“审慎增持”评级。

华泰证券：公司业务稳健发展，股基交易市占率持续稳居行业第一，财富管理转型持续深入；注册制下投行业务表现靠前；资本中介业务领先优势明显，大力拓展场外衍生品业务，收益凭证、收益互换、场外期权规模均排名行业前列；两融业务规模大幅增长，市占率稳步提升。2021 年公司提出“科技是突破传统、引发商业模式变革的关键变量”，我们看好公司通过科技打造独树一帜的品牌和竞争力，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.45 元、1.84 元、2.08 元，2021 年 6 月 8 日收盘价对应的 PB 分别为 1.06 倍、1.01 倍、0.96 倍，维持“审慎增持”评级。

表 13、重点公司盈利预测与估值表（更新至 2021 年 6 月 8 日）

代码	公司	评级	市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PB		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600030	中信证券	审慎增持	3,351	1.20	1.45	1.75	21.55	17.91	14.80	1.67	1.53	1.42
300059	东方财富	审慎增持	3,191	0.70	0.85	1.01	44.10	36.32	30.56	5.83	5.17	4.55
601688	华泰证券	审慎增持	1,510	1.45	1.84	2.08	11.48	9.05	8.01	1.06	1.01	0.96

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

7、风险提示

- 1) **市场下行风险**：资本市场走势存在不确定性，股债市场均存在下行风险。
- 2) **成交额大幅回落**：交投活跃度与市场走势息息相关，成交额存在回落风险。
- 3) **政策落地不达预期**：资本市场改革政策推进步伐受多方面因素影响，相关政策落地节奏面临不达预期风险。
- 4) **固收信用风险恶化**：债券投资受固收信用风险影响较大，信用风险暴露可能会带来投资业绩恶化风险。
- 5) **股权质押减值风险**：股权质押业务受市场走势影响较大，存在减值风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 28 -