



# 2022 中国证券业 调查报告系列

## 《证券行业趋势及战略洞察》

打造差异化竞争、高质量发展的新格局

[kpmg.com/cn](https://kpmg.com/cn)

# 目录

## 01

### 政策解读..... 02

市场化 .....	03
开放化 .....	04
数智化 .....	05

## 02

### 行业展望..... 06

市场概览 .....	07
财富管理 .....	09
投行业务 .....	11
机构业务 .....	14
资管业务 .....	15

## 03

### 竞争格局..... 16

敢立潮头的头部券商.....	17
突出重围的中小券商.....	20
跑步进场的外资券商.....	23
并购重组的战略机遇.....	26

## 04

### 小结 ..... 28



01

# 政策解读

# 市场化

## 注册制改革成效显著，投行业务市场化、专业化是大趋势

**注册制改革推动上市公司大幅扩容，直接融资规模增加，改革进程由全面推进过渡至稳步推进。**

自注册制实行以来，科创板 IPO 融资额连续两年超过主板，2021 年北交所开市等一系列重大改革举措落地，全年 IPO 企业数量和募资总额均刷新历史纪录。注册制改革通过设立多元化上市标准，放宽上市条件，鼓励更多非传统股权结构、经营模式的企业上市。随着试点的推进，发行承销、上市、信息披露、交易、退市等一系列基础制度逐步得到完善。

**投行业务市场化发展，对券商专业化能力提出更高要求。**注册制改革下，投行业务回归本源，促使券商进一步提升定价能力、销售能力以及专业服务能力。价值发现、估值定价、研究分析、服务销售等成为券商的核心竞争力，头部券商在承销规模、风险管理能力、客户储备等多方面保持并继续增强自身优势。同时中小券商将强化特定业务领域，向特色化、精品化方向转型。

## 多层次的资本市场进一步建立，北交所成立并坚持错位发展，落实国家创新驱动发展战略

**补足多层次资本市场发展普惠金融的短板、畅通中小企业直接融资路径。**北交所于 2021 年 11 月 15 日开市，以差异化的制度安排，与沪深交易所错位发展，打造服务“专精特新”创新型中小企业主阵地，同步试点证券发行注册制。

**北交所开辟增量市场，券商具备差异化竞争空间。**

北交所成立后带来资本市场扩容，市场活跃度提升下更多企业寻求在北交所上市，带来投行业务增量，提升券商投行业务收入。同时，北交所进一步完善私募股权基金退出端的良好生态，利好券商直投业务。此外，北交所的成立有望驱动新三板精选层公司价值重估，有利于提升券商的股权投资收益。

## 做市商机制在竞价制度下，为补足流动性提供机制，促进价值发现，是注册制改革下必然趋势

**科创板以试点方式引入做市商制度，补足流动性提供机制。**科创板以试点方式允许公司治理规范、内控机制健全、运营稳健、抗风险能力强的证券公司开展做市交易业务，在试点基础上稳步推进相关制度落地。作为重要的流动性提供机制，做市商机制可补足竞价交易制度缺乏的流动性，减轻市场波动性，进一步规范市场，抑制价格操纵，维持市场公平。

**科创板做市商试点资格门槛高，拥有较强资本实力和交易能力的券商具备业务机会。**证监会 5 月 13 日正式发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，对净资本、内部管控及风控管理等提出较高要求，预计符合申请首批做市商资格的券商中，大型券商居多。做市交易为试点券商展业带来业务的新增量，同时或带来新的协同效应，并为其他机构业务引流，提升客户黏性。



# 开放化

## 走出去：跨境投资发展空间未来可期，推动证券业的国际化不断加速

加快构建开放型经济新体制，实行高水平对外开放。2021 年 2 月，外汇管理局表示将研究有序放宽个人资本项下业务限制，提高个人用汇便利度，以满足居民全球资产配置需求。外汇管理局在 2021 年 7 次下放 QDII 额度，并对 QDLP 试点再度扩容，既拓宽了境内资金的投资渠道，满足境内投资者到境外投资、分散投资风险及配置海外资产的需求，同时又进一步促进我国金融机构国际化发展，壮大我国机构在国际市场上的声量。

券商积极布局“走出去”，但国际化路途仍面临挑战。2021 年券商“出海”规则松绑后，券商提速布局海外业务。但随着疫情的扰动和海外市场的波动加剧，内资券商国际化的路途面临挑战。目前，“立足香港、辐射全球”是内资券商国际化发展的主要途径，致使内资券商在欧美市场的布局相对较弱。同时，海外经营的业务主要集中在经纪、承销、自营等方面，财富管理等领域有提升空间。2022 年香港 SPAC 制度生效至今，港交所迎来递表潮，为企业在传统 IPO 以外提供额外上市选项，未来香港 SPAC 上市或成为中资“出海”的新途径。

## 引进来：资本市场对外开放步伐加速，境外机构加速入场；不断优化外资参与渠道，吸引外资持续布局中国市场

更高开放水平增强中国市场对外资吸引力，A 股国际化程度提升。2018 年以来，明晟（MSCI）新兴市场指数、标普道琼斯指数等重要国际指数纳入 A 股和债市。同时 2020 年央行新规要求落实取消 QFII/RQFII 的投资额度限制，提高外资进入 A 股的积极性。外资净流入集中反映境外投资者对中国资本市场稳健发展的长期看好。引入海外长期资金将为 A 股带来新增的流动性补充，更加均衡的 A 股资金结构有助于稳定中国核心资产表现预期和市场情绪，引导市场理性发展。2022 年以来虽然受疫情影响，但引进外资政策稳定不变，5 月 19 日，李克强出席中国国际贸易促进委员会建会 70 周年座谈会时强调，中国坚定不移扩大对外开放，持续打造世界的大市场、外商投资的热土。

证券公司外资股比的限制取消，多元竞争格局深化。2018 年以来资本市场对外开放步伐持续加速，到 2020 年 3 月，证监会明确取消证券公司外资股比限制，外资更坚定看好中国投资机会，通过大幅提升原合资券商的持股比例、新设控股或独资券商，加速布局国内资本市场。外资券商的加入使行业参与者更加多元化，在丰富产品多样性的同时带来先进的经营理念和管理经验，加速国内证券行业创新与转型步伐。近年来一系列开放举措成效显著，促进市场规模扩大、质量提升，遵循国家新一轮高水平对外开放的统一部署，“稳步推进资本市场高水平对外开放”成为 2022 年重要工作内容之一。

# 数智化

## 金融科技和数字化成为证券行业战略发展的核心驱动力

金融科技持续赋能证券行业，券商加速数字化转型。2022 年 1 月 4 日，中国人民银行印发《金融科技发展规划（2022-2025 年）》，从顶层设计层面提出高质量推进金融业数字化转型。近年来证券行业竞争格局加速变化，券商面临着巨大的转型压力，积极布局数字化转型已是行业大势所趋。根据 2021 年已披露的年报数据看来，目前已有 22 家上市券商披露 2021 年信息技术投入情况，合计投入额达 141.78<sup>1</sup> 亿元，排名前十的券商平均投入金额为 11.30 亿元。其中投入最高的券商金额达 22.28<sup>2</sup> 亿元，同比增速最高的券商达 293.78%，占比营业收入最高的达 25.17%。随着转型的推进，金融科技与数字化的功能，也从单纯支撑业务发展，向主动赋能业务与引领业务发展转变。

资本市场优化科技监管，为行业改革持续赋能。

自证监会组建科技监管局以来，资本市场科技监管持续加强。近年来，证监会从建立健全科技监管制度体系、强化信息技术基础建设、探索金融科技创新应用等方面强化科技监管，在数据资产、数据模型以及人工智能的结合等方面加大探索。2021 年 11 月《证券期货业数据模型》系列行业标准中证券公司部分正式发布，通过构建规范的数据模型能够进一步强化业务人员与技术人员对业务和数据理解的统一，同时，监管层面积极探索人工智能与证券监管的结合。监管机构旨在通过金融科技透视证券行业发展面临的风险与挑战，在制度机制的构建上予以保障。

“

资本市场改革全面深化，券商迎来重大发展机遇，证券市场呈现市场化、开放化和数智化的主要发展趋势。同时行业内更加注重改革与监管的平衡，在加大开放力度的同时不断完善政策法规框架。伴随着行业监管标准和业务规范规则等一系列政策文件的频繁更新，预计未来监管力度持续提升。监管力度的加大要求证券公司恪守合规底线，督促券商不断提升各项业务的合规、风险管理能力，维护证券市场的高质量发展成果。

”

<sup>1</sup> 数据来源：证券业协会《关于推进证券行业数字化转型发展的研究报告》

<sup>2</sup> 数据来源：证券业协会《22 家上市券商去年信息技术投入均超 1 亿元 行业数字化转型加速》

# 02

## 行业展望



# 市场概览

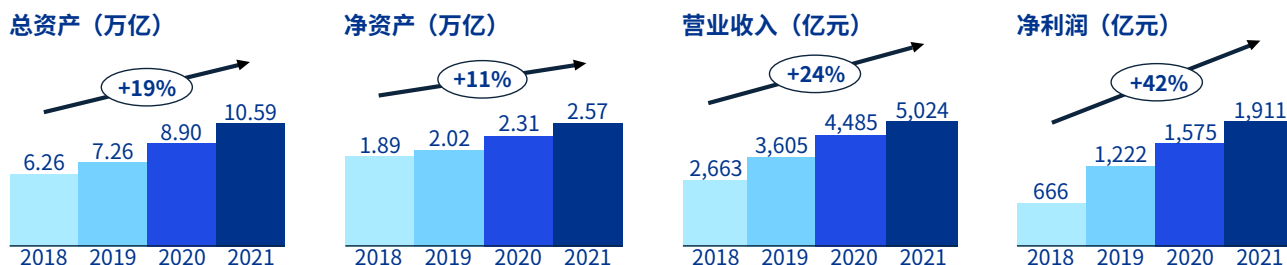
## 证券公司总体维持高质量发展

三十年来，证券行业从无到有，不断发展壮大。自 2019 年至今，证券行业整体经营情况稳步向好：营收与净利润维持双位数增长，近 4 年年化增长率分别为 24%<sup>3</sup> 和 42%；证券行业净利润率与 ROE 自 2018 年的 25.02%<sup>4</sup> 和 3.56%，分别提升至 2021 年的 38.04%<sup>4</sup> 和 7.83%。全行业杠杆率的增长、净利润率和资产周转率的提升共同驱动了 ROE 增长，体现出整个行业进一步向“重资产化”与“高效化”转型。

## 一季度业绩承压，券商挑战与机遇并存

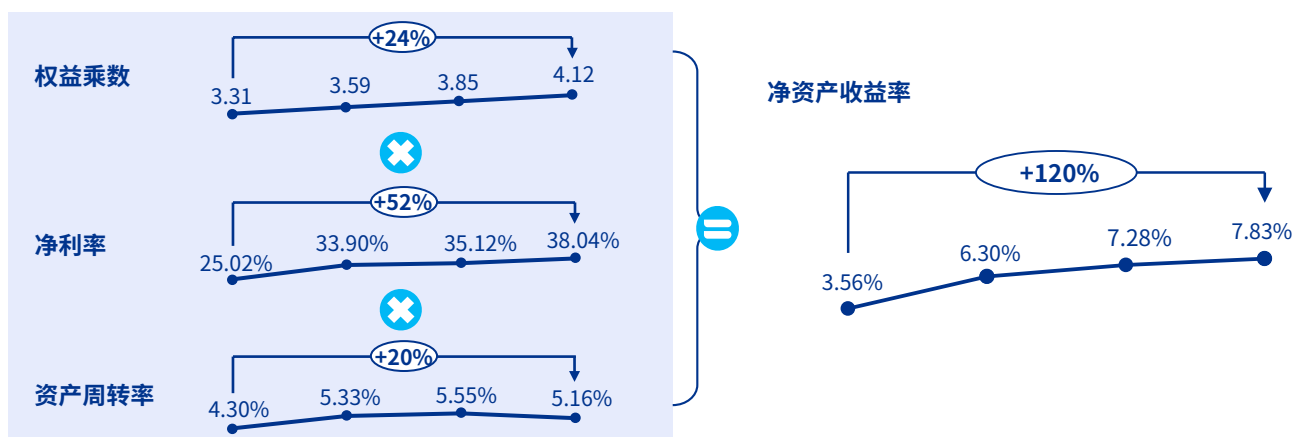
2022 年第一季度，券商业绩受市场下挫影响，出现大幅波动。根据 wind 数据，42 家上市券商一季度实现营业收入 994.64 亿元，归母净利润 250.92 亿元，分别同比下滑 29.05% 和 43.43%。除投行实现同比增长其他各项业务均出现下滑，其中投资业务是上市券商营收下滑的最主要因素。我们同时发现，头部综合性券商业绩下降明显小于中小券商。如何在波动的市场环境下，依然保持一个较为稳健的业务增长模式，是未来券商考虑的重点问题。券商需进一步结合自身资源禀赋、业务模式和特点，制定中长期发展策略。

### 证券业总体规模及利润情况



资料来源：证券业协会，毕马威分析

### 证券业利润增长的杜邦分解 (2018-2021)



资料来源：证券业协会，毕马威分析

<sup>3,4</sup> 数据来源：证券业协会，毕马威分析



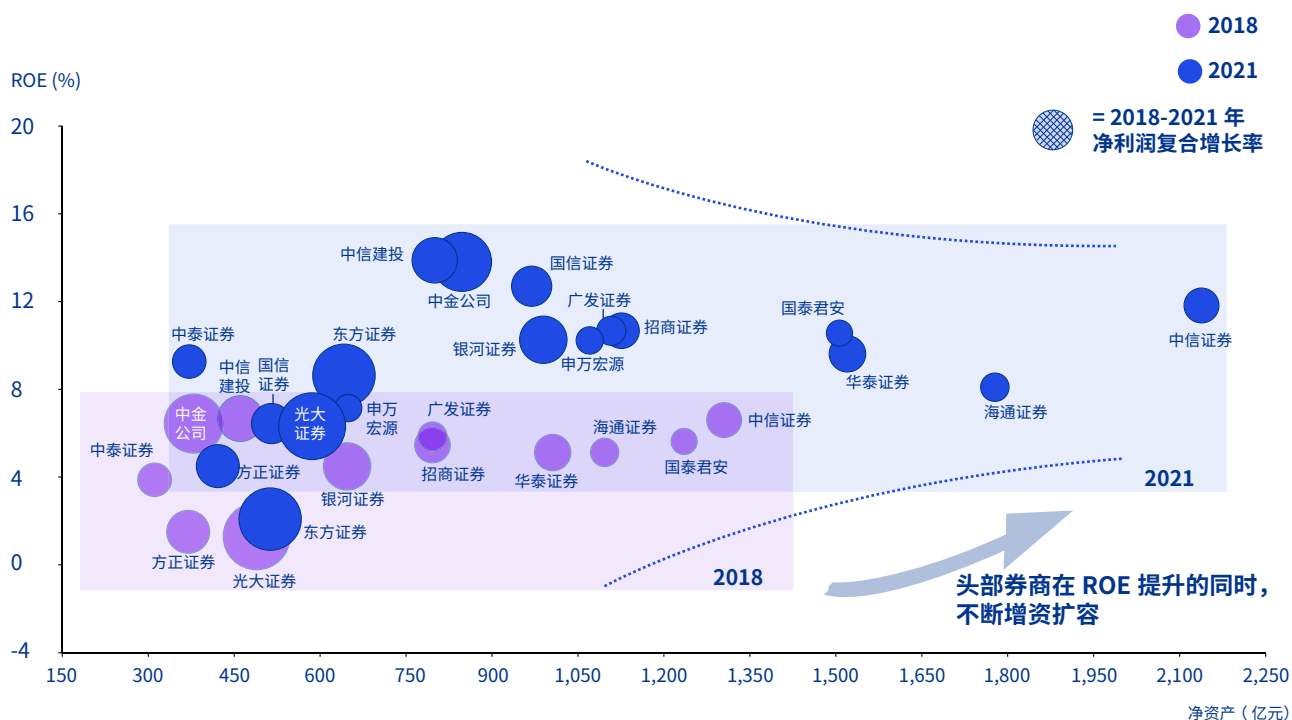
## 资本的竞争或成为下一轮券商竞争的关键要素之一

随着我国资本市场改革的不断深化，资产负债表扩张对利润的贡献度逐渐上升，资本中介及证券投资等重资本业务规模增长显著；同时，券商纷纷提出向“大买方”转型的业务发展方向，借助资本中介业务激活和打通了券商各项基础功能，通过投资收益增加营收，资本补充的需求日益强烈。从2018年开始，券商不断通过直接融资及再融资扩大资本规模。在这一过程中，大型券商依托雄厚的资本金实力，卓越的主动管理与风险定价能力，全方位夯实资本、风控、销售、协同、科技等综合能力，进一步拉大对中小券商的差距。

## 证券行业的高质量发展将有力促进资本市场的改革

随着资本市场改革上升到国家战略高度，证券公司应紧跟国家的改革步伐，全面实现转型和升级的提速，进一步发挥在整体金融市场中的枢纽角色。同时，证券业务的监管框架正在不断完善，各项法规的颁布将逐步引领行业生态的重塑与业务导向的回归。为实现高质量发展，证券公司需要做好“四个坚持”——坚持回归业务本源，坚持严守合规底线，坚持加强文化建设，坚持提升服务能力，做好服务实体经济的站位，引领资本市场的改革。

行业净资产前15名\*的ROE、净资产与盈利增长情况



资料来源：公司年报，毕马威分析

\* 此处取2018年行业净资产前15名的证券公司进行分析

# 财富管理

## 始于足下 - 金融产品销售是券商角力财富管理业务的重要赛场

截至 2021 年末，证券行业实现代理销售金融产品净收入 206.90<sup>5</sup> 亿元，同比增长 53.96%；过去三年，代理销售金融产品占经纪业务收入比重从 6.42%<sup>6</sup> 提升至 13.39%，累计提升 6.97 个百分点。与传统基于交易量收取佣金的代理买卖证券业务相比，代销金融产品随市场景气度的波动更小，佣金收入的稳定性更强；同时，代销金融产品业务的发展壮大促进了券商对于零售客户的交叉销售，客户黏性进一步增强，因此金融产品销售能力逐渐成为衡量券商财富管理业务质量的重要标准之一。

公募基金的销售方面，券商占据了公募基金渠道保有量百强中的 41 个席位，银行、第三方机构、基金等其他机构拥有更强大的渠道与客户优势，证券公司则通过扩大代销基金的范围、丰富其产品线、打造券商特色的基金投顾业务应对竞争。从数据上看，2021 年全年，在公募基金渠道保有量百强的排行榜中，从保有规模角度看，券商与银行、三方渠道相比仍有一定差距：2021 年一季度到四季度，券商渠道下股票 + 混合公募基金保有规模增速达 7.66%<sup>7</sup>，低于银行的 14.10% 以及第三方机构的 40.10%。从 2022 年第一季度数据来看，券商渠道保有量和机构数量呈现明显上涨，或与 ETF 产品活跃及统计口径变化有关。

考虑到券商的主要客群为长期参与股票市场投资的中高风险偏好客群，发力私募产品销售或成为券商可以扬长避短发展财富管理的一条独特路径。

从市场角度上来看，2021 年证券投资类私募、股权投资私募都出现了大幅增长，其规模同比增长 46.79%<sup>8</sup> 和 9.12%，三年间年复合增长率达到 57% 和 10.19%。代销私募产品为券商不仅带来佣金收入的增长，更带来私募基金在资产托管、衍生品交易等方面的一系列合作需求。具有较强代销能力的券商，可以牢牢把握私募基金这一机构业务的核心客群，构建更为密切的合作关系。

## 道阻且长 - 持续探索从卖方销售的通道模式向买方投顾的服务模式转型

自 2021 年 11 月以来，基金投顾业务指引文件密集发布，投顾业务监管法规体系加速成型。截至正标委 2022 年 4 月末公示，共有 58<sup>9</sup> 家机构获得基金投顾牌照，其中证券公司以 30<sup>10</sup> 家排名第一，占机构总数的 51.72%。试点机构的基金投顾业务正式上线，财富管理从卖方销售向买方投顾模式转变成为可能，更能发挥券商在权益市场的推介能力，成为券商财富管理转型下重要方向。

和其他参与主体比较，券商开展基金投顾服务的核心优势在于贯穿“投”“顾”全生命周期，既有投资规则的保驾护航，又有投资顾问的跟踪服务。券商对于投资者的操作行为和心理有着深度的理解，能够通过全产业链协同的资产创设、配置和服务能力，匹配客户差异化风险收益偏好特征。我们认为以账户管理、多种资产配置的方式为客户提供财富管理解决方案将成为未来的发展趋势。

<sup>5,6</sup> 数据来源：证券业协会，毕马威分析

<sup>7,8</sup> 数据来源：证券投资基金业协会，毕马威分析

<sup>9,10</sup> 数据来源：证标委

# 投行业务

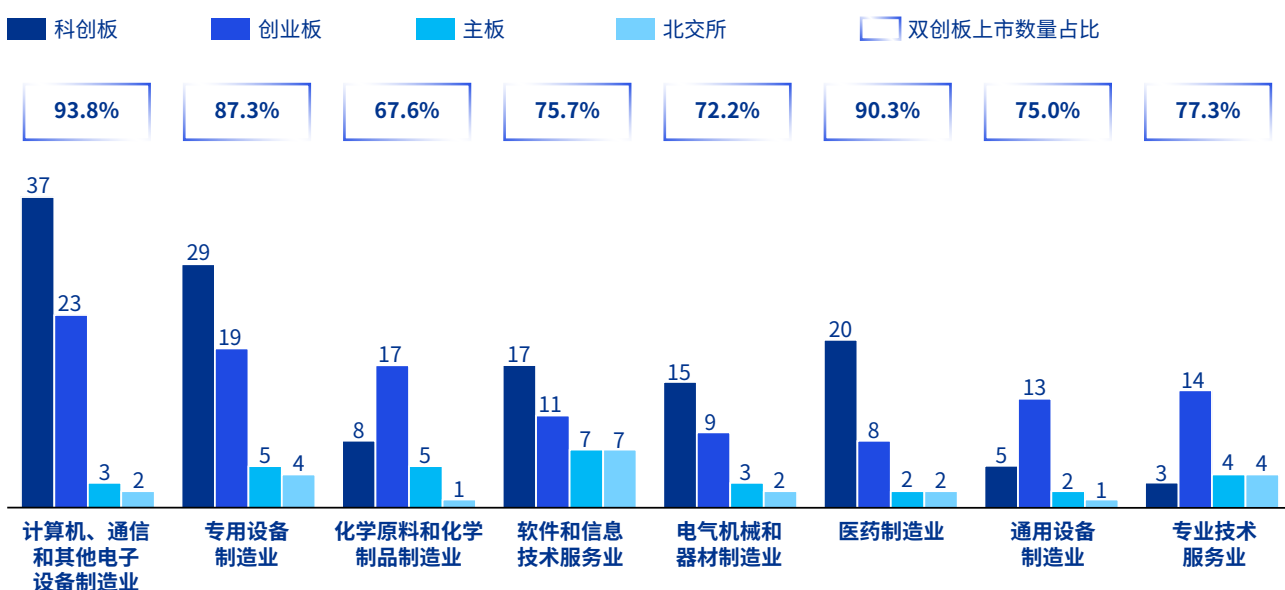
## 长风万里 - IPO 核心地位凸显，双创板块活力迸发

自 2019 年以来，IPO 融资金额连年攀升。2021 年累计上市 520<sup>11</sup> 余家企业，2021 年 IPO 企业数量和募资金额分别同比增长了 19.68%<sup>12</sup> 和 13.19%，创 10 年历史新高，但从增速看较去年略有回落。随着中国经济的韧性不断显现，长期来看 IPO 的需求将稳定增长。

IPO 业务作为证券公司产业客户的“入口”，不仅可以带动再融资、债权融资、并购重组等投资银行业务，还可通过良好的条线协同为资产管理、财富管理创造业务机会。证券公司应该充分发挥 IPO 的水龙头效应，在加大资源投入的同时提升服务质量，构建与客户稳定长期的合作关系。

双创板块对企业的吸引力增强。在 2021 年 IPO 上市公司中，通过注册制方式上市的企业占比超 7 成<sup>13</sup>，证券行业服务高新技术成长型企业的能力增强。2021 年，在高新技术企业较为集中的专用设备制造业、化学原料和化学制品制造业、医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业等行业中，科创板和创业板对于上市企业都显示出了更强的吸引力。证券公司应捕捉“双创”板块下企业融资的增长趋势，着力提升在高成长高科技行业的专业化服务水平（特别是定价能力），推进市场价格发现功能的实现。

### 2021 年高新技术行业的股票在主板、科创板、创业板以及北交所的上市情况 (#)



资料来源：Wind，毕马威分析

<sup>11,12</sup> 数据来源：深交所，毕马威分析

<sup>13</sup> 数据来源：Wind，毕马威分析

## 风云再起 - 定增与可转债逐渐差异化发展，产业回归本源利好并购市场

再融资业务近年来由于激烈的竞争，费率水平不断降低，在注册制改革不断深化的大背景下，再融资的行政手续也正在不断简化，融资门槛有序降低，我们预计未来再融资市场的活力将会稳步提升，定增募资和可转债募资成为驱动再融资市场扩大的主要动力：可转债具有不受间隔期限制、同等融资金额下股权稀释较低等优点，但对企业盈利水平要求较高；定向增发，相比于可转债而言发行程序较为简便，但对发行企业的规模与券商的销售能力要求较高。可转债借助在机制设计

和制度上的优势，总体规模在 2021 年创下历史新高，金额达 2897.12<sup>14</sup> 亿元。伴随银行理财公司资金持续入市，带动“固收+”产品规模进一步增长，我们认为短期可转债市场仍有进一步发展的潜力。

随着经济发展新常态以及产业回归本源，跨行业并购逐渐减少，上市公司之间围绕产业链条进行整合的案例增多，并购的逻辑侧重于基本面、标的价格、成长性和未来整合难度等。考虑到并购重组新规放开配套融资、科创板并购重组、再融资新规在定价、锁定期、减持等方面的加持，我们预期上市公司并购重组需求将进一步被激发。这也倒逼券商在投行业务中增强行业专业化水平，提升自身在并购交易链条中的撮合能力。

### 定向增发和可转换债券的发行要求

定向增发的发行条件		可转换债券的发行条件	
规定文件	《上市公司证券发行管理办法（2020 年修订）》	规定文件	《上市公司证券发行管理办法（2020 年修订）》
发行对象	发行对象不得超过 35 人	发行要求	最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六 本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十 最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息
发行价格	发行价不得低于定价基准日前 20 个交易日市价均价的 80%	债券期限	可转换公司债券的期限最短为一年，最长为六年
转让要求	发行的股份自发行结束之日起 6 个月内（控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份 18 个月内）不得转让	债券利率	可转换公司债券的利率由发行公司与主承销商协商确定，但必须符合国家的有关规定
其他要求	募集资金使用应满足募资用途需符合国家产业政策等规定；上市公司及其高管不得有违规行为等	其他要求	应当委托具有资格的资信评级机构进行信用评级和跟踪评级等

资料来源：《上市公司证券发行管理办法（2020 年修订）》，毕马威分析

<sup>14</sup> 数据来源：Wind，毕马威分析



## 海阔天空 - 债券市场空间广阔，关注公司债发行

债券市场空间广大，在高质量发展的同时稳步扩容。截至 2021 年末，中央结算公司登记发行债券 22.84<sup>15</sup> 万亿元，同比增长 4.41%，上清所登记发行债券 32.17<sup>16</sup> 万亿元，同比增长 12.27%。其中，公司债的发行量增速突出，2021 年发行数量达 4064<sup>17</sup> 只，18-21 年发行指数年复合增长率

达 38.73%<sup>18</sup>，远超企业债（19.74%）、金融债（21.97%）以及短融（20.97%）等其他债券品种的增速，公司债涌现出更大的潜力。在稳健增长的同时，监管正在不断推动债券市场的规范化与开放化，为债券市场的发展创造更良好的环境。

监管正在引导债券产品的多样化创新，绿色金融债、双创债等创新债券品种不断涌现。在债券市场分化较为严重的今天，做“债券产品专家”或成为部分券商突破债券业务一个潜在的发展方向。



<sup>15</sup> 数据来源：中国登记结算有限公司，毕马威分析

<sup>16</sup> 数据来源：上海清算所，毕马威分析

<sup>17,18</sup> 数据来源：Wind，毕马威分析

# 机构业务

## 托管先行 - 从托管导流到机构投资者综合服务提供商

托管业务近年来由于激烈的竞争，费率不断走低，但券商应重视托管业务的战略意义以及其业务优秀的粘客属性，着力加强托管业务与其他业务的联动性，进一步拓展机构服务的全生命周期。券商应进一步整合资源，建立跨部门跨总分的协同机制，打造机构业务统一的产品服务清单，为机构客户提供包括杠杆融资、研究支持、证券拆借、销售交易等综合化服务，着力向综合化的机构服务商转型。

## 奋楫扬帆 - 深化机构业务转型，构建机构服务生态圈

结合国外领先券商的成功经验，长期来看未来销售交易与资本中介业务对于券商的利润贡献度将

不断上升。头部券商未来将进一步提高资产负债表业务运作能力，扩杠杆提收益，在充分利用场外衍生品一级交易商优势的同时，挖掘机构客户的融券需求，促进对于机构客户的产品交叉销售。中小券商可凭借自身突出优势（如研究业务等），紧紧把握私募这一核心客群，按照私募客户的发展生命周期提供有针对性的服务，在与大型券商的竞争中扩展机构业务空间。

在券商发展机构业务的过程中，券商与其他金融机构在竞争的同时更有非常密切的合作关系，应协同其他金融机构提供一站式的金融服务。比如，券商作为重要的金融产品销售渠道，在为资管机构提供服务的同时可以成为其重要的销售伙伴，资管机构在选择券商时也会看重券商的产品销售能力。



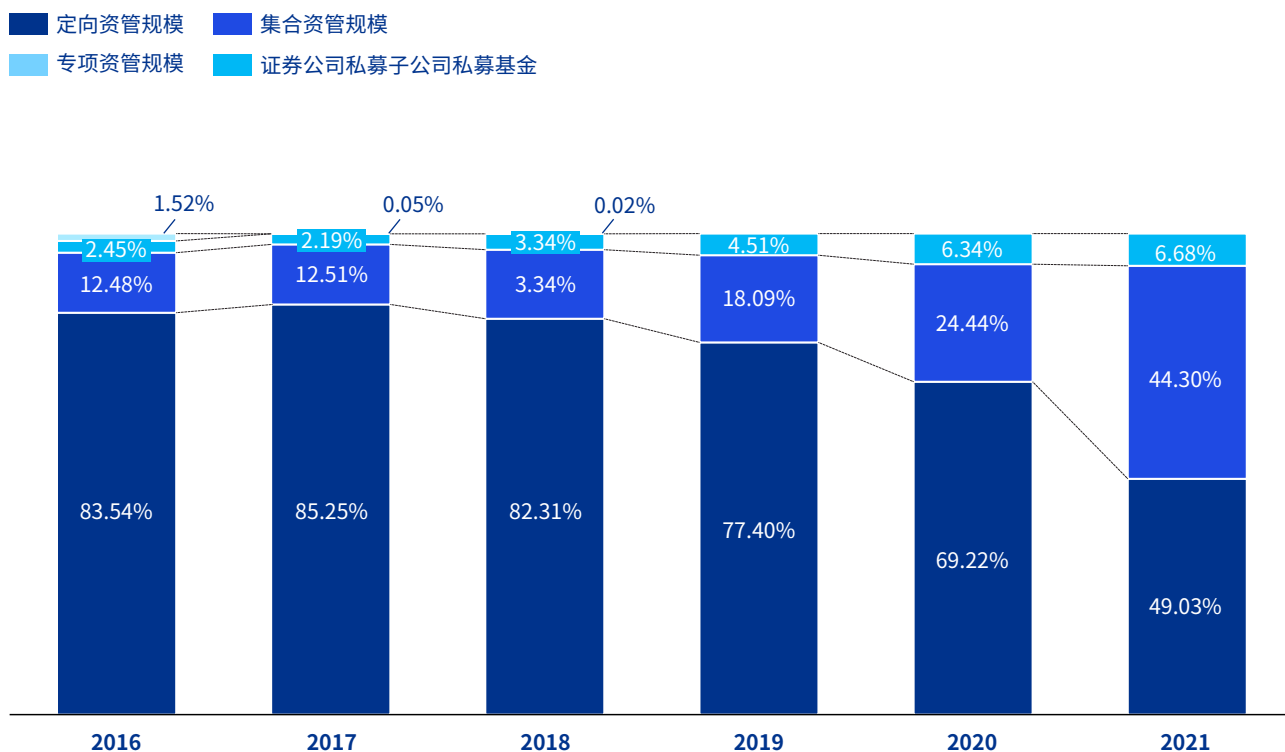
# 资管业务

## 回归本源 - 券商申设子公司进程加速，提升主动管理能力成为必然选择

伴随资管新规过渡期的结束，券商资管公募化转型进入了冲刺期。监管放松“一参一控”要求后，券商资管子公司公募化转型力度加大。为把握公募市场的机会，全面布局资管市场，券商加速推进资管子公司设立的工作。同时，向主动管理转型，成为券商资管不变的战略主线。近几年券商

资管业务不断扩大主动管理规模，2021 年券商资管以主动管理为代表的集合资管计划规模大幅增加 112.52% 至 3.28<sup>19</sup> 万亿元。在主动管理业务中，证券投资基金业务和 ABS 业务没有受到杠杆和嵌套等相关规定影响<sup>20</sup>，或成为主动管理业务的重点发展方向。

2016-2021 年资产管理业务规模占比及结构 (%)



资料来源：基金业协会，毕马威分析

<sup>19</sup> 资料来源：证券业协会，毕马威分析

<sup>20</sup> 资料来源：《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，毕马威分析



## 别开生面 - 持股公募为券商带来丰厚利润，券商着力构建资管业务全价值链服务体系

券商系公募基金公司在 2021 年继续为证券公司带来显著的净利润贡献。公募基金公司管理资产总规模从 2020 年的 19.89<sup>21</sup> 万亿元提升至 2021 年的历史新高 25.56 万亿元。2022 年 4 月 26 日，证监会发布了《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，适度放宽同一主体下公募牌照数量限制，鼓励商业银行、保险机构、证券公司等优质金融机构依法设立或并购基金管理公司，壮大公募基金管理队伍，着力打造行业良好发展生态，为券商并购或新设公募基金创造了良好

的政策环境。公募基金业务作为券商资管转型的重要发力点之一，在为券商贡献了可观的利润来源的同时，更成为券商资产管理业务布局的关键一环。

券商力求通过更全面的产品线吸引客户，形成涵盖公募、私募、ABS、REITS 的全产品线，以固收产品为规模的来源，通过布局权益、FOF 以及公募 REITS 等，结合投研、投顾方面的优势，发展特色产品，提升核心买方能力。券商与公募基金公司的协同效应不断提升，基金公司丰富的产品可以帮助券商扩充产品种类，增强其资产配置服务的能力，同时加快券商财富管理转型的步伐。



<sup>21</sup> 数据来源：证券投资基金业协会，毕马威分析





03

竞争格局

# 市场竞争格局

## - 敢立潮头的头部券商

### 头部券商强者恒强的马太效应持续凸显，行业集中度进一步上升

首先，头部券商营收增速、归母净利润增速均超行业平均水平。2021 年十家大型上市券商归母净利润合计 1271.63<sup>22</sup> 亿元，同比 +30%。

其次，券商主要业务也呈现行业集中度提升趋势。以投行业务为例，IPO 保荐机构前五名总计市场份额为 56.76%<sup>24</sup>，前十名总计市场份额为 72.62%，略微高于 2020 年的 54.98% 和 70.96%；承销商再融资规模 CR5 为 63.45%<sup>25</sup>，CR10 为 73.75%，前两家市占率累计占比超过三分之一。

### 综合布局、创新发展为头部券商提供更大的发展空间

大型券商业务和区域布局更为综合多元，通过积极试水各类创新业务，为证券行业的业务推陈出新做出了巨大的贡献。综合实力、创新能力强的头部证券公司将利用市场地位、资本和规模优势，在全市场、全业务领域实现加速发展，进一步增强整体竞争优势。近两年，头部券商积极打造国际业务平台，持续布局和发展跨境产品，并且加强本土企业境外上市及融资、境外投资以及跨境并购等多方面业务的开拓力度，海外业务贡献度进一步提升。

## 头部券商的挑战是什么



### 挑战 1：离达成建设国际一流综合性投行目标尚有较大差距，需进一步提升优化业务规模和收入结构

一方面，资本市场直接融资潜力尚未充分释放。截至 2021 年底，我国直接融资存量占总社会融资存量比重在 30%<sup>26</sup> 左右，美国企业直接融资占比为我国的两倍之多，银行主导型国家如德国和日本的直接融资占比也明显高于我国。受整体市场规模影响，国内头部券商的发展水平与国外券商仍有较大差距。

另一方面，国际化经营水平和影响力有待增强。头部券商已逐渐形成“立足本土 - 依托香港 - 布局亚太 - 辐射全球”的国际化发展路径，但仍然存在服务对象较为单一、服务能力较为有限等现实问题，截至 2021 年底海外收入占比超过 10% 仅三家。由于境外资本市场与金融监管环境不尽相同，中资出海金融机构可能面临来自产品服务能力、经营效率、风险管理体系、合规管理能力等诸多方面的风险与挑战。

<sup>22,23,24,25</sup> 数据来源：Wind，公司年报，毕马威分析

<sup>26</sup> 数据来源：中国人民银行

## 挑战 2：客户全生命周期服务水平、吸引资产及杠杆运用能力有待进一步提升

中证协发布的《证券公司 2020 年度经营情况分析》显示，与国际领先投行相比，我国证券公司为客户提供全生命周期金融服务的能力不足。在组织机构不断复杂化的今天，大型券商各项业务的管理逐渐趋于精细化，为提升客户的服务体验和促进交叉销售，进一步打造敏捷的协同模式势在必行。

另外，头部券商在杠杆运用能力及负债经营能力和国际投行比尚有较大差距。以衍生品服务能力为例，虽然监管不断释放出利好衍生品业务的信号，但衍生品市场的发展仍然需要完备的资本市场风险管理体系。国内市场目前与成熟市场仍然存在相当的差距，需要各个参与方共同努力推进全市场的转型与升级。

## 挑战 3：金融科技投入逐步加大，但数字化驱动及数字化价值释放尚不充分

头部券商近年来加大金融科技方面的投入，排名前十的头部券商的科技投入占营收收入在 6%~8%，部分已经超过 10%，接近国际领先同业，并建立数字化转型治理架构，但尚未完全达到“科技引领”、“数字赋能”的阶段，科技与业务的融合度不够。同时，头部券商有待进一步完善数字化转型的价值与效能评估机制，以确保能够在保持战略定力的基础上，更好地实现资源整合与协同，并形成数字化转型的闭环管理机制。

## 头部券商发展建议



### 建议 1：通过并购重组、提升资本实力，激发内生活力持续提升业务规模

证监会明确提出六大措施积极推动打造航母级头部证券公司，其中包括“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强”。头部券商可通过“熊市并购，牛市再融资”的模式，有效调配资源不停做大做强，一方面通过并购重组，以“强强联合”方式快速提升券商实力，或以“强弱结合”扩大特定地方市场的优势，合并特色券商补齐现有业务短板，进一步打造综合化实力；另一方面，头部券商可通过各种再融资手段增加注册资本，以资本实力的增强撬动加速业务转型，提升抗风险能力，促进创新发展。

### 建议 2：构建全方位、全业务链服务的业务生态，加强资产负债表运用能力

一方面，头部券商应顺应买方投顾模式转变的趋势，整合并优化证券资管、公募基金、私募股权投资资源配置，加强主动管理能力，丰富金融产品货架，提升帮助客户进行资产配置的能力。

另一方面，头部券商应构建具备完整业务及服务链的投行业务综合经营模式，强化价值发现及定价能力，加强投行业务与“买方研究”的有机结合，以及投行业务与投资业务的联动；提升撮合交易能力、投资能力以及销售能力等专业素质。



头部券商还应进一步发力客需业务，从资产创设、结构融资、做市交易、风险管理等业务入手，通过非方向性、量化和多元策略，提高主要大类金融资产交易能力。建成多品种、多元化的做市交易业务体系，加强资产负债表运用能力，进一步提升 ROE。

### 建议 3：续提升协同作战能力，完善运营管理机制

首先，头部券商可围绕不同客群建立协同推进机制，统筹协调证券公司前中后台资源、总分资源、母子资源。在机制设计中需要重视分支机构的作用，在许多业务中，分支机构是终端的执行者，是直接面对客户的一端，是最能充分体现券商协同能力的一环之一。将总部之间的协同落实在分支机构上，才能在客户体验上有更加直观的提升。

其次，头部券商应充分调动集团内各项资源，支持自身业务发展强化，加强与集团内其他业务协同，关注券商牌照在金融控股公司申设中的重要作用。

### 建议 4：把握国际化投资的时机与节奏，提升跨境业务收入占比

中资券商在国际化扩张时可积极研究各国经济的发展及资本市场现状、主要监管政策，量身定制符合自身发展条件的国际化战略，做好风险管理。头部券商可从“海外有布局”的跨境经营者向境内外联动、优势互补的综合资产管理与服务机构转身，拓展跨境资本中介、跨境财富管理、跨境重资本业务的机会，提升跨境收入在整体营收中的占比。

### 建议 5：进一步深化数字化转型步伐，向“数字赋能”阶段发展

目前大型券商纷纷意识到“科技赋能”的重要性，信息科技驱动业务持续高效发展，金融科技也成为各家券商机构的重点投入领域。头部券商可考虑通过数字化转型，引领业务体系重塑和管理流程优化，通过优化数字化转型治理架构及协调机制，构建科技价值与效能评估体系，匹配资源保障（如人员团队建设、绩效考核机制），确保业务与技术的相互融合，以及数字化转型效果符合总体发展战略目标。





# 市场竞争格局

## - 突出重围的中小券商

近几年来，中小券商在享受了行业高速增长的同时，也面临了重重竞争压力。但我们看到，仍然有部分中小券商长线布局重点战略业务，在近几年抓住了证券行业不断涌现的新业务机会，成功扩大业务规模与影响力，逐渐走上精品化发展的道路。监管机构也通过修改证券公司分类监管

规定，突出了特色业务的加分项，给予了中小券商更多差异化发展的空间。在下一个战略周期，中小券商应该在实现主业稳定发展的同时，以构建核心竞争力为主要目标，在市场上找准自己的核心定位，发挥优势深挖垂直业务，探索精细化经营路线

### 中小券商的挑战是什么



#### 挑战 1：行业马太效应凸显，头部券商各个业务种类上均对中小券商形成压力

无论是在资本实力、技术投入以及人才团队等资源投入方面，还是在客户数、品牌形象等业务基础方面，中小券商与头部券商的差距不言而喻：投行业务领域，头部券商投行项目积累充足、专业化水平高，近年来部分头部券商不断加强区域投行部门的建设，直接冲击了本地中小券商的投行业务；机构业务领域，头部券商业务资质完善、技术实力强大、代销能力出众，可灵活应对银行、公募、私募等不同机构客户的需求，同时凭借衍生品、量化交易等方面的服务能力与中小券商拉开差距；此外，头部券商凭借丰富的产品货架、综合的服务种类以及卓越的品牌形象，在获取个人客户（尤其是高净值客户）方面优势显著。中小券商由于业务资质缺乏、服务团队专业度受限等原因，打造规模化的成熟度高的高净值客户服务体系存在一定难度；资管业务领域，行业排名

处于头部以及腰部的券商普遍控股公募基金，行业排名靠后的券商则布局不足，未能享受到公募基金行业急速发展的红利，其利用公募基金服务客户综合化需求的能力也明显弱于头部券商。

#### 挑战 2：中小券商在信息科技投入以及后台运营能力上与头部券商仍存在一定差距

头部券商经过多年的积累与大量的投入，已逐渐构建起在金融科技上的护城河，中小券商受制于其业务发展水平与盈利规模，难以全面突破壁垒，更多转向以业务驱动、用例驱动的金融科技发展方向。在后台运营能力上，大型券商通过不断优化业务流程、加强科技应用，力求实现人均效能的不断提升。中小券商中短期尚有人力成本较低的相对优势，但在未来薪酬市场化不断推进的过程中，人力成本优势难以持续，需持续思考通过运营能力的提升实现效能优化。

## 中小券商发展建议



### 建议 1：“特色业务 + 战略定力”是未来中小券商破局的一个重要方向

过去十年中，曾有一批中小券商不畏周期波动，根据自身资源禀赋坚持战略投入，在财富管理、投行业务以及机构业务等不同的业务板块培育独特的竞争优势，在与头部券商的竞争中成功突围。着眼当下，中小券商需结合业务周期、投入资源、潜在风险以及自身实际情况，思考如何构建差异化优势业务。中小券商在明确转型后，需积极引进业务团队，实时评估宏观环境与政策变化，同时应保持战略定力，平衡好盈利和战略转型的关系，持续加强基础业务能力建设的投入。



### 建议 2：研究业务或成为中小券商实现差异化破局的重要手段之一

研究业务在整个券商的业务中占有重要的战略地位，对于其他业务有带动与协同作用：券商可通过研究业务对多个行业进行深度覆盖，在特定行业中强化与上市公司的沟通与协作，提升自己在特定行业圈中的声量；同时相比财富管理、投资银行、销售交易等业务，研究业务对于客户资源以及技术能力依赖程度较低，可在较短时间内做大做强。

注册制下研究所定价能力的重要性日益凸显，部分高新技术产业的融资项目更需要依赖研究所的专业能力。对内，研究所是券商投研人员培养的重要场所，为财富管理、资管业务以及自营投资培养大量的优秀投研人才。对外，研究业务是券商的品牌形象与综合实力的体现，对塑造公司品牌效应，尤其在异地市场打开知名度有重要意义。

中小券商在发展研究业务时，一方面需注意加大人才团队的招募力度，以及通过良好的激励机制保驾护航；另一方面需在治理架构及全局层面，解决研究业务和机构及其他业务的协同机制。

### 建议 3：中小券商可考虑充分发挥区位优势及股东优势

多数中小券商深耕区域多年，在本地市场的分支机构与信息网络优势明显。面对来自头部券商的压力，维护好本地市场的优势能够最大程度上稳定客户基数与收入来源，是中小券商未来发展的必然选择之一：财富管理方面，中小券商需充分利用良好的区域知名度与品牌形象，服务好区域内居民的财富管理需求；投行业务方面，中小券商需坚持服务地方经济的站位，深入研究区域政策，聚焦资源加强本地项目承揽，支持区域优秀企业融资需求；对于股东为产业集团或金控集团的中小券商，深入挖掘股东资源同样是实现增长的可行之道：如资管业务可通过定制化的资管产品，为全集团的流动性管理与投资管理服务提供支持，券商或旗下期货公司也可以综合利用衍生品经纪等工具，满足股东在套期保值、风险管理等方面的需要，在增加收入的同时进一步提升服务能力。

### 建议 4：中小券商可打造灵活的协同效应，用市场化、长效化的激励机制激发团队活力

与大型券商相比，中小券商的管理半径更短、决策更迅速，可通过打造高效协同机制，及时应对客户跨条线的服务需求。同时，人才始终是券商业务的第一生产力和业务驱动力，证券行业的强周期属性为激励考核制度设定提出了更高要求。中小券商在不断推进激励机制市场化、增强人才吸引力的同时，需重视推进激励机制的长效化，为长期的战略转型留足空间。部分领先券商已经开始合伙人机制的探索，中小券商也可把握机遇，在条件允许的情况下积极试水，激发员工与公司共同开创事业的热情。



# 市场竞争格局

## - 跑步进场的外资券商

随着中国经济持续向好、国内资本市场日趋开放，中国资本市场在全球范围内得到高度关注。越来越多的外资陆续加码布局中国市场：

从新设机构来看，自 2019 年以来，已有 3 家外资控股的合资证券公司开业，5 家申设全资或合资证券公司的外资机构已获证监会反馈意见，更有部分外资券商仍在内部讨论在华设立证券公司的事宜，以进一步推动在华业务的发展与布局。

从合资券商提升股权比例来看，随着外资持股比例限制的取消，合资券商陆续谋求控制权：目前已有 2 家外资券商由外资控股转为外资独资券商，3 家外资机构进一步提高其合资券商的持股比例实现控股。

### 2019 年《外商投资证券公司管理办法》实施后，新设或有股权变更的外资券商市场布局（截至时间：2022Q1）

外资机构中国市场布局情况	外资券商
外资控股的合资证券公司开业	野村东方国际证券有限公司、星展证券（中国）有限公司、大和证券（中国）有限责任公司
申设证券公司并已获证监会反馈意见	法巴证券（中国）有限公司、花旗证券（中国）有限公司、渣打证券（中国）有限公司、青岛意才证券有限公司、日兴证券有限公司
提高其合资券商的持股比例实现控股	瑞信证券（中国）有限公司、摩根士丹利证券（中国）有限公司、瑞银证券有限责任公司
提升比例实现全资	高盛高华证券有限责任公司、摩根大通证券（中国）有限公司

资料来源：证监会，毕马威分析



## 外资券商的挑战是什么



### 挑战 1：外资券商业务范围限制放开时间短，资本金规模不足，尚处于展业初期阶段

2019 年《外商投资证券公司管理办法》实施前，合资券商的展业范围仅限于投行业务、外资股经纪与部分债券的自营投资。除 CEPA 协议下少数全牌照合资券商之外，过往大部分合资券商主要专注于发展投行业务。而经纪业务、投资咨询、资管或信用业务牌照的缺乏，使得合资券商在长期的经营过程中积累的客户优势较为有限，无法发挥整体协同效应。

国内以净资本为核心的监管框架下，资本实力的重要性毋庸置疑，而外资券商展业初期净资本规模有限，并需权衡资金投入、合规风控与盈利要求之间关系。由于市场环境差异，海外券商高杠杆经营模式也难以在中国复制。同时，大部分在华外资券商展业时间较短，业务范围有限，鲜有使用债券等工具进行融资的尝试，相比国内券商缺乏加杠杆的动力与途径。

### 挑战 2：合资券商股权比例少，经营模式、战略决策受限

合资券商的境内外股东，在企业文化、行为方式以及管理理念上存在差异。在非控股的模式下，境外股东由于持有股权比例少，对公司战略规划、重大经营决策的话语权较弱，在公司经营中的控制权不强。在中外合资的体系下，外资亦缺乏战略贯彻能力，导致境外股东难以借助合资券商助力其全球战略协同。

外资机构针对现存的参股券商，也需要时间决策不同的投资路径：一是从参股，到控股，再到全盘控股，运作模式和人员架构需要重新调整。二是与原本合作方切割，新设控股或独资券商，也需要过渡期。

### 挑战 3：优势客群基础不足，全球业务优势尚难发挥

外资券商的客户基础积累相比国内券商较为薄弱。在经纪业务领域，外资券商普遍定位服务机构投资者，主要包括合格境外投资者、公募基金（以外资为主）、外资私募基金（以外资为主）等；在投行业务领域，外资券商往往多瞄准跨境并购等跨境业务机会，同时着力发展高成长性高盈利性的行业客户，目标客户容量不具备优势，需要通过长期耕耘本地市场进一步培育客户基础。

外资券商全球业务优势在中短期难以充分发挥。目前国内资本市场制度市场化，以及金融工具的应用有待进一步发展：如国内衍生品市场与境外市场有较大差距，使得外资券商无法有效利用其全球丰富的交易、产品创设与定价经验；在财富管理业务方面，由于 QDII 额度限制、引入金融产品数量有限等原因，外资券商尚难完全发挥其全球资产配置能力优势。

## 外资券商发展建议



### 建议 1：针对性补充证券牌照，深耕业务特色

随着 2019 年以来，政策逐步放开外资证券公司的业务范围，新申设的外资券商相比之前牌照相对齐全，业务条线相对完善，有充足的空间拓展业务规模、促进协同效应实现。已获准设立的外资券商应有针对性地补充牌照，通过多业务的协同联动，为客户提供更全面的产品和服务，提升市场竞争力。

在国内证券行业马太效应愈演愈烈的背景下，外资券商应充分发挥其国际化的管理经验，协同境内外的服务网络，为客户提供具有国际视野的金融服务。比如，在投行业务领域，外资机构可以从跨境的视角，充分发挥境内外双边优势，通过其境外与中国境内的投行服务整合，为客户提供

一站式的服务。在财富管理领域，外资券商可紧抓国内财富管理市场的发展机遇，充分发挥其在客户服务能力的优势，聚焦高净值客群，通过提供跨境配置方案以及各类细致化服务，满足客户全方位、多元化的产品服务需求，实现外资券商在国内市场的业务突破。

### 建议 2：制定统一的中国区战略，加强业务协同，长期试水布局金控集团

近年来，从全球资产配置及把握中国市场投资机遇的角度，外资金融集团纷纷加大在中国的投资，设立包括券商、期货、公募私募基金等不同机构。外资金融集团可考虑制定统一的中国战略，加强不同业态之间的协同效应，充分撬动全球资源和优势，在政策允许及业务发展到相应成熟阶段时，考虑申请建立外资金金融控股集团。



# 市场竞争格局

## - 并购重组的战略机遇

### 券商间并购整合提速，增强优势互补业务协同

纵观 30 年证券行业的发展历程，每一次大规模的并购浪潮都重塑了行业的竞争格局。在证监会鼓励“有条件的行业机构实施市场化并购重组”的背景下，证券行业内部并购整合大势不减，预计不久的将来将涌现包括强弱并购、中小券商间重组、跨境并购等多种并购方式，同时也存在强强联合的可能性。

从并购整合的模式上看，强强联合可加速打造航母级券商的进程；强弱并购可帮助头部券商扩大自己在特定地方市场的优势，或补齐自己的业务短板；中小券商间的并购能够快速扩大净资产规模，缩小与头部券商在资本实力的差距，同时推进业务的规模化发展；此外，跨境并购可以帮助券商拓展境外客群，提升在海外市场的服务能力与影响力。

同时，券商也正在通过并购加强自己全链条金融服务能力。公募基金、期货公司等与证券金融高度相关的业态长期以来受到券商的重视，券商在享受并购整合后投资财务收益的同时，也应着力发挥公募、期货等业务与自身财富管理、资产管理、机构业务等板块的协同效应，提升证券金融集团的整体竞争力。

### 金控时代券商牌照稀缺价值凸显，各路机构寻求并购机会

2020 年“金控新规”的落地实施后，地方金控平台转型再一次迎来“风口”，券商牌照是申请金控的六类核心牌照之一，券商凭借其强大的融资与服务功能，卓越的投资研究能力以及较为出色的投资收益表现，成为地方金控平台重点关注对象。

同时随着新一轮深化国资国企改革、完善国有资产管理体制重大举措的实施，借力金融资本实现产融结合，成为国有企业集团改革的一条有效途径。在产融结合的需求下，券商也凭借其投行业务强大的融资功能，跨越股权融资与债权融资的综合能力，受到包括国有资本运营平台、国有产业集团的青睐。









04

小结

“

经过三十多年的发展，中国资本市场从无到有、从小到大，实施包括股权分置改革、多层次的市场建设、注册制改革等一系列重大改革举措，在对外开放领域，实现了市场开放的不断深化、行业准入的全面放开。

当前，在实体经济正通过科技创新、产业升级等手段，加速迈入低碳发展的轨道，证券行业应与实体经济互促共进，齐心协力推动“双碳”目标的实现。证券公司需要持续践行 ESG 理念，逐步建立完善 ESG 的治理架构与执行体系，助力资本市场的高质量发展。

证券公司作为资本市场最重要的中介机构之一，2022 年机遇与挑战并存，我们预计全面注册制实施将给中国证券市场全面市场化注入新的活力，证券公司也亟待抓住时代机遇，从差异化、专业化、精细化、智能化等方面夯实业务基础，加强数字赋能，制定适合自身特色的业务发展战略。

”

(主要作者：杜剑敏、王靖、黄元浩、段慕怡、乔丹妮)





# 联系我们



## 张楚东

毕马威中国  
金融业主管合伙人  
☎ +86 (21) 2212 2705  
✉ [tony.cheung@kpmg.com](mailto:tony.cheung@kpmg.com)



## 王国蓓

毕马威中国  
证券及基金业主管合伙人  
☎ +86 (21) 2212 2428  
✉ [abby.wang@kpmg.com](mailto:abby.wang@kpmg.com)



## 郑昊

毕马威中国  
证券及基金业咨询服务主管合伙人  
☎ +86 (21) 2212 3630  
✉ [james.zheng@kpmg.com](mailto:james.zheng@kpmg.com)



## 黄小熠

毕马威中国  
证券及基金业合伙人  
☎ +86 (21) 2212 2409  
✉ [wilson.huang@kpmg.com](mailto:wilson.huang@kpmg.com)



## 支宝才

毕马威中国  
金融业战略咨询服务合伙人  
☎ +85 (21) 2212 3123  
✉ [daniel.zhi@kpmg.com](mailto:daniel.zhi@kpmg.com)



## 杜剑敏

毕马威中国  
资管及财富管理战略咨询总监  
☎ +86 (21) 2212 2226  
✉ [travis.du@kpmg.com](mailto:travis.du@kpmg.com)





[kpmg.com/cn/socialmedia](https://kpmg.com/cn/socialmedia)



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：  
<https://home.kpmg.com/cn/zh/home/about/offices.html>

所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2022 毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）—中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询（中国）有限公司—中国有限责任公司，毕马威会计师事务所—澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所—香港特别行政区合伙制事务所，均是与英国私营担保有限公司—毕马威国际有限公司相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球性组织中的独立成员所经许可后使用的商标。