

2023 年 06 月 15 日

证券研究报告 | 证券行业专题报告

分分合合，证券公司集团化进展如何？

——证券行业专题报告

分析师：卫以诺

分析师登记编码：S0890518120001

电话：021-20321014

邮箱：weiyinuo@cnhbstock.com

研究助理：廖璐

邮箱：liaolu@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《【券商资管】公募业务转型加速，主动管理稳步提升——2022 年券商资管年度报告》2023-03-28

2、《海外热潮回落，港交所或将成为资本市场关注重点——SPAC 研究专题报告》2023-03-27

3、《2022Q4 基金销售数据：保有规模下降，竞争格局生变——行业数据点评报告》2023-02-13

4、《全面注册制改革点评：引入活水，机遇与挑战并存——市场事件点评报告》2023-02-02

5、《前沿科技展望：数字人民币引领交易模式变革——数字人民币研究专题报告》2022-11-30

投资要点

④近年来，证券公司集团化布局积极，子公司设立数快速增长，仅 2023 年 1-5 月，已有 2 家证券公司子公司获批，4 家子公司申请获监管反馈，同时还有多家子公司等候在排队队列，集团化颇有势不可挡趋势；但同时也有“逆集团化”案例，2 月东方证券吸收合并投行子公司获批，本文通过对 43 家上市证券公司全资子公司（仅一级穿透，只含母公司直接持股 100%的控股子公司）梳理，展望子公司业务发展方向，探究证券公司集团化业务发展趋势。

④集团化布局伴随市场深化改革，助力行业规模发展：关于“集团化”常规理解，即证券公司以母子公司作为主体，在经营方面形成稳定协作关系基础。在资本市场全面深化改革、加快转型升级、多层次框架渐成的新形势下，中国证券行业已由证券公司单一发展的部门制模式逐步转变为母公司+子公司集团化发展的模式。

④四大类全资子公司，以主业经营为主逐步扩大外沿：根据业务范围划分，我们对 43 家上市证券公司的全资子公司（直接控股 100%）进行梳理，按照经营范围差异可以分为四类：第一类是业务子公司，服务于券商主营业务板块的发展；第二类为海外子公司，通常是在中国香港以金融控股平台形式或子公司形式而设立，服务于券商在海外业务的拓展。第三类为金融板块子公司，多数是券商拓展大金融板块业务协同效应载体；第四类是其他子公司。

④证券公司集团化轮廓逐步清晰，有待试点成熟后不断完善风控管理：证券公司集团化是行业趋势，但并不适用于每项业务类子公司，归根到底是经营效率和经营业绩的考虑。目前证券公司分类监管趋势明显，纳入会员业务子公司数上升，集团化轮廓逐步清晰，未来考虑到业务护城河的成本等影响，从大金融板块着手，凭借多主营业务的一站式服务，与其他金融业务形成很好的正循环，协同发展促进集团化利益最大化方是发展趋势，有待并表试点成熟后推出正式子公司管理制度，规范行业集团化发展。

④风险提示：本文所用业务数据主要来源于上市证券公司 2022 年报，仅对公开披露数据进行统计分析，不作为标的投资建议评价。

内容目录

1. 集团化发展：基于多重动因的重要战略，追逐市场迅速发展	3
1.1. 发展背景：集团化布局伴随市场深化改革，助力行业规模发展	3
1.1.1. 发展沿革：伴随资本市场发展，以主业为基础合理审慎拓展版图	3
1.1.2. 发展动因：政策和环境驱动下的业务专业化发展，推动行业规模营收增长	4
1.1.3. 营收规模：贡献超四成营收，盈利情况受市场影响波动较大	4
1.2. 经营分类：四大类全资子公司，以主业经营为主逐步扩大外沿	5
1.3. 海外经验：源起于混业经营，全球化业务交叉并列	6
2. 子公司：以合规为准绳，追求盈利和效率最大化	6
2.1. 业务类：综合考虑合规+效率，追求协同效应最大而非数量增加	7
2.1.1. 投资业务规范发展，另类子/私募子作为“投早”“投小”载体或可带来高贡献	7
2.1.2. 资管子设立热情高涨，重点关注公募牌照放开后协同母公司获利增长	8
2.1.3. 投行子业务协同要求较高，资源+人+注册资本限制决定了以部门制发展为主	9
2.2. 金融类：券商系子公司市场份额较大，业务交易密切贡献度攀高	10
2.2.1. 期货子布局较早市占率偏高，伴随对外开放程度提高市场或有扩容	10
2.2.2. 券商系公募业务人才输送机制成熟，或将持续扩容	11
2.3. 境外子公司：头部业绩相对稳健，护城河较高中小券商难迈入	11
2.4. 其他：关联程度较低，存量经营增量较少	12
3. 总结：集团化发展处于成长阶段，有待试点成熟完善风控管理	12
3.1. 资源配置，证券公司集团化轮廓逐步清晰	12
3.2. 抢占份额，集中度趋高驱动券商有侧重的布局	13
3.3. 板块扩张，最终归属金融控股集团化发展	13
3.4. 合规运营，子公司治理经营管理正迈向规范	13

图表目录

图 1： 2007-2022 证券公司数量（家）及证券行业资产、净资产规模（亿元）	4
图 2： 2007-2022 证券行业营收和净利润（亿元）	4
图 3： 2017-2022 上市券商母子公司营收情况	5
图 4： 2017-2022 上市券商母子公司净利润情况	5
图 5： 上市券商全资子公司四大类别	6
图 6： 上市券商全资业务子公司数量分布（单位：家）	7
图 7： 2022 年度上市证券公司另类子公司营收 TOP10	8
图 8： 2022 年度上市证券公司私募子公司营收 TOP10	8
图 9： 6 家上市券商及其投行子公司注册资本金（万元）	10
图 10： 2022 年度 5 家上市证券公司投行子公司盈利情况	10
图 11： 上市证券公司全资金融子公司分布	11
图 12： 2022 年度上市证券公司全资期货子公司营收 TOP10	11
图 13： 上市证券公司海外子公司设立时间分布	12
图 14： 2022 年度上市证券公司全资海外子公司营收 TOP10	12
表 1： 证券公司子公司相关政策规范（不完全整理）	3
表 2： 2022 年度上市证券公司资管子公司营收及净利润（单位：万元）	9

1. 集团化发展：基于多重动因的重要战略，追逐市场迅速发展

近年来，证券公司集团化布局积极，子公司设立数快速增长，仅 2023 年 1-5 月，已有 2 家证券公司子公司获批，4 家子公司申请获监管反馈，同时还有多家子公司等候在排队队列，集团化颇有势不可挡趋势；但同时也有“逆集团化”案例，2 月东方证券吸收合并投行子公司获批，东方投行解散合并至东方证券分公司。

本文主要讨论证券公司集团化战略进展如何，不同券商的布局侧重，以及未来集团化对证券公司业务发展影响等，通过对 43 家上市证券公司**全资子公司（仅一级穿透，只包含母公司直接控股 100%全资子公司）**梳理，展望子公司业务发展方向，探究证券公司集团化业务发展趋势。

1.1. 发展背景：集团化布局伴随市场深化改革，助力行业规模发展

关于“集团化”，目前监管层面、行业内部均没有正式的定义，按照通义理解，即证券公司以母子公司作为主体，在经营方面形成稳定协作关系。

在资本市场全面深化改革、加快转型升级、多层次框架渐成的新形势下，中国证券行业已由证券公司单一发展的部门制模式逐步转变为母公司+子公司集团化发展的模式，从以传统经纪业务经营为主，逐步转变为财富、投资、投行、公募、期货等多元化并进发展模式，子公司在证券公司的扩张和多元化战略中发挥了关键作用。

特别是中国金融市场的开放和监管改革的实施，为证券公司建立子公司铺平了道路，证券公司设立子公司的发展历程反映了中国金融业的蓬勃发展和不断改革深化的监管环境，三十余年来经过收购、合并、分设，证券公司子公司在政策向、规模向、盈利向都有突破性的增长进展。

1.1.1. 发展沿革：伴随资本市场发展，以主业为基础合理审慎拓展版图

根据证监会编著的《中国资本市场三十年》，我国证券公司的发展被大致分为三个阶段：1987 年至 2003 年为早期设立与清理规范阶段；2004 年至 2007 年为综合治理与风险处置阶段；2008 年后，证券行业进入了规范创新与高质量发展阶段。

证券公司子公司的发展伴随着证券公司的分业经营、规范监管、综合治理，在一系列法规政策引导下，证券公司合理审慎扩张版图。2007 年，证监会发布《证券公司设立子公司试行规定》，用来规范证券公司设立子公司行为，要求设立经纪子、投行子、资管子时业务市占率必须在中位数水平以上，给定了基本规范框架；随后在证券公司分类监管、创新发展意见等多个文件中，不断规范证券公司设立子公司要求，加强对境内外子公司监管体系，引导证券公司突出主业、发掘特色，不断向集团化、专业化、国际化发展。

表 1：证券公司子公司相关政策规范（不完全统计）

时间	监管机构	发布文件	主要相关内容
2007 年 12 月	证监会	《证券公司设立子公司试行规定》	规范证券公司设立子公司的行为及其与子公司的关系，设立子公司经营证券经纪、证券承销与保荐或者证券资产管理业务的，最近一年公司经营该业务的市场占有率不低于行业中等水平
2009 年 5 月	证监会	《证券公司分类监管规定》	确立分类监管的框架和指标体系，引导证券经营机构突出主业、发掘特色
2014 年 5 月	证监会	《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》	从建设现代投资银行、支持业务产品创新、推进监管转型三个方面明确了推进证券经营机构创新发展的主要任务和具体措施

时间	监管机构	发布文件	主要相关内容
2016 年 12 月	中证协	《证券公司全面风险管理规范》(2016 年修订)	加强子公司风险管理, 证券公司应将所有子公司以及比照子公司管理的各类孙公司纳入全面风险管理体系, 强化分支机构风险管理
2019 年 11 月	证监会	答复政协十三届全国委员会第二次会议第 3353 号提案	积极推动打造航母级头部证券公司, 促进证券行业持续健康发展
2020 年 7 月	证监会	《证券公司分类监管规定》(2020 年修订)	进一步明确对证券公司投资银行子公司、资产管理子公司相关行政处罚和行政监管措施的扣分标准
2023 年 3 月	证监会	《证券公司监督管理条例》(修订草案征求意见稿)	加强境内外子公司及分支机构管控

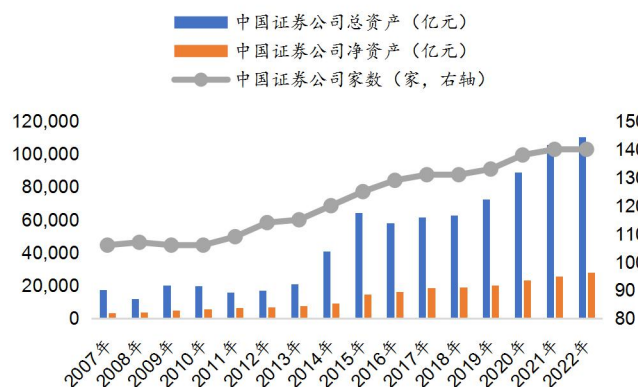
资料来源: 证监会, 中证协, 华宝证券研究创新部

1.1.2. 发展动因: 政策和环境驱动下的业务专业化发展, 推动行业规模营收增长

近十年来, 证券行业资产规模增长较为迅速, 营收利润逐步扩大, 行业资产从 2007 年 1.73 万亿增长至 2022 年的 11.06 万亿, 周期性营收一度突破 5000 亿元, 与子公司设立存在密切关系。

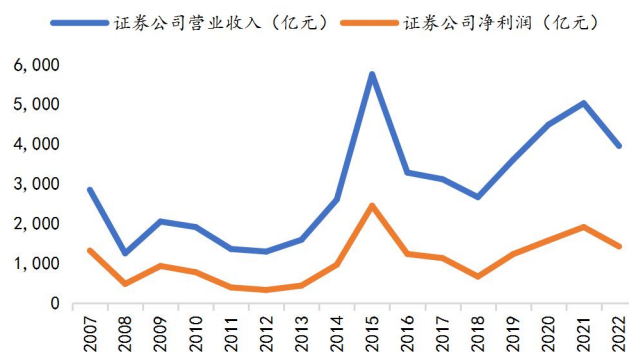
从主观和客观因素来看, 证券公司都需要通过集团化提高竞争力: **基于拥抱监管要求**, 将一些部门制业务分化出独立子公司专业经营, 形成业务隔离, 提升运营效率, 防范业务风险; **基于制度红利吸引**, 如科创板注册制设立另类子跟投, 公募牌照放开后资管子申请热情高涨等, 抓住业务扩容的机会; **基于业务扩张需求**, 如通过中国香港子公司为跳板进一步布局海外多地区业务, 突破地理区域限制, 向国际化迈进, 参与国际资本市场竞争; **基于促进协同效应**, 收购一些大金融板块子公司、或设立金融科技子公司等, 积极延伸业务链条, 推动创新业务, 提升信息服务技术等, 共同作用于行业规模扩张、从业人员增长、服务能力提升。

图 1: 2007-2022 证券公司数量 (家) 及证券行业资产、净资产规模 (亿元)



资料来源: Wind, 证券业协会, 华宝证券研究创新部

图 2: 2007-2022 证券行业营收和净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 证券业协会, 华宝证券研究创新部

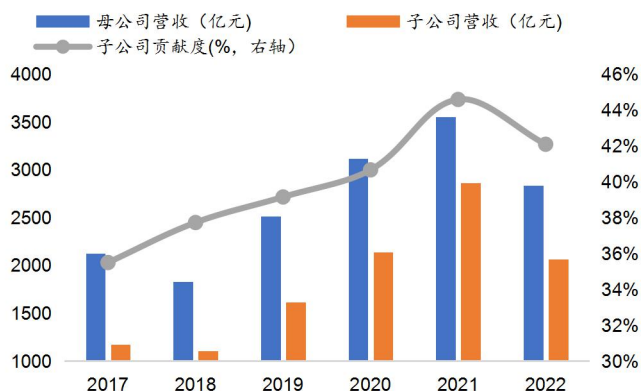
1.1.3. 营收规模: 贡献超四成营收, 盈利情况受市场影响波动较大

受纳入统计子公司数量逐年增长潜在影响, 证券公司子公司营收贡献 (本文所指营收贡献度或营收贡献率=子公司营业收入/(母公司营业收入+子公司营业收入)) 方面总体保持增长的态势, 贡献超过四成营收。以 43 家 A 股主板上市证券公司为样本, 通过母公司和子公司 (合并口径-母公司口径) 营业收入情况对比来看, 2017 年 43 家 A 股上市证券公司合并实现营收 3302 亿元, 其中子公司营收 1172 亿元, 贡献度为 35.5%, 到 2021 年合并实现营收达 6417

亿元，子公司贡献收入 2862 亿元，占比升至 44.6%，2022 年略有下降至 42.1%，也就是说，目前证券公司子公司营收贡献超过四成，而且预计还有上升空间。分标的来看，2022 年营收排名前十的上市证券公司中，集团化布局较早，子公司分布较完备，子公司平均营收贡献在 40% 左右。中部券商子公司营收贡献较为分化，像山西证券设立 6 家全资子公司，旗下的期货子公司、海外子公司、资管子公司营收贡献度较高，相比头部证券公司营收基数小，子公司发展较好，近五年子公司营收平均贡献度超过 55%；华西证券组织结构比较集中，旗下 3 家全资公司设立时间相对较晚，近五年子公司营收贡献度仅为 6.8%。

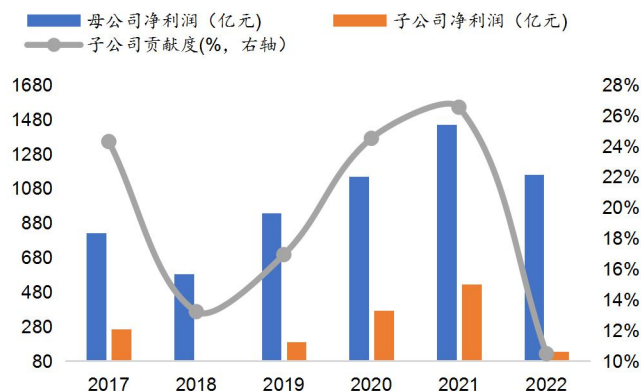
从盈利情况来看，金融板块子公司和母公司高度一致，与市场波动密切相关，近年来呈“倒 N 型”走势。按照证监会规定，证券公司应当明确各类子公司的经营边界，不得开展非金融业务，2018 年针对网贷平台等非主营业务子公司又进行了进一步细化整改，所以证券公司子公司总体置于大金融板块下审慎设立经营，受权益市场波动影响较大，与母公司一脉相承、相生相息，2021 年证券公司子公司贡献超过 26% 的净利润，但 2022 年受多重市场因素冲击回落至 10% 左右。

图 3：2017-2022 上市券商母子公司营收情况



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 4：2017-2022 上市券商母子公司净利润情况



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

1.2. 经营分类：四大类全资子公司，以主业经营为主逐步扩大外沿

根据证监会相关规定，目前针对证券公司可设立的子公司数量并没有上限约束，针对子公司经营范围要求集中体现在：以主业为基础，开展金融业务为主，禁止与母公司同业务竞争。

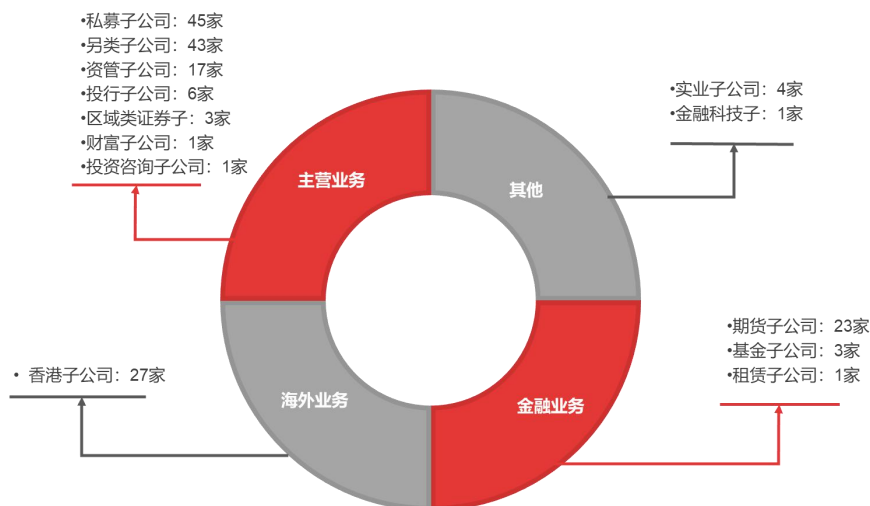
在此规定框架下，我们对 43 家上市证券公司的全资子公司（直接控股 100%）进行梳理，按照经营范围差异可以分为四类：**第一类是业务子公司**，服务于券商主营业务板块的发展，例如资管子公司、投行子公司、财富子公司、投资类子公司、投资咨询公司、针对部分区域展业的证券子公司。**第二类为海外子公司**，通常是在中国香港以金融控股平台形式或子公司形式而设立，服务于券商在海外业务的拓展。**第三类为金融板块子公司**，多数是券商拓展大金融板块业务协同效应载体，为开展期货、租赁、保险、基金等机构业务而设立。**第四类是其他子公司**，例如金融科技子公司、从事实业的地产类子公司等。

截至 2022 年末，43 家上市券商共设立 175 家全资子公司，主要包括业务类子公司 117 家，占比超 66%，以私募子、另类子为主，分别有 45 家、43 家，几乎每家券商都设有私募子+另类子；其次为金融板块和海外子公司，均为 27 家，占比为 15%，其中金融板块子公司以期货子公司占主要地位，期货子数量为 23 家；其他子公司中主要有 1 家金融科技子公司和 4 家从事地产类实业子公司。

从上市证券公司的四大类子公司来看，主要存在三大特征：**业务类子公司集中设立**，以投资类子公司（私募股权子公司和另类投资子公司合称为投资类子公司）最为明显，投资类公

司的设立集中在 2008-2010 年、2012-2013 年和 2017-2019 年三个时间段。据统计,2008-2010 年期间成立了 23 家投资类子公司,系中国证监会扩大证券公司直接投资业务试点的政策推动。2012-2013 年成立了 31 家投资类子公司,原因是 2012 年 11 月中证协颁布《证券公司直接投资业务规范》,将直投业务由审批制改为备案制,全面放开证券公司直投业务,掀起券商设立直投子公司浪潮。2017 年,为了适应另类子和私募子的新要求,券商新设投资类子公司的数量出现小幅上升。后来 2019 年科创板强制跟投制度推动券商设立另类子公司,一年内成立了 5 家另类子公司。**金融类子公司市占率较高**,金融类子公司中以期货子公司为主,23 家期货子公司中,有 17 家期货子公司集中成立于上世纪 90 年代初,或与期货业务起步需要、期货交易所成立等背景相关,整体券商系期货子公司市占率较高,营收贡献度较高。根据其中 21 家已披露 2022 年营收的期货子公司来看,合计营收贡献度占比超过 1/5,2022 年度除了永安期货 347 亿元营收外,紧随其后的多为券商全资系期货子公司,如银河期货 2022 年实现营收 170.6 亿元,为母公司中国银河贡献了超过 50%的营收。**创新类子公司新兴设立**,175 家全资子公司中,最为特别的则是由山西证券 2020 年新设的金融科技类子公司山证科技,主要为母公司山西证券提供信息技术服务,突出支持服务属性。

图 5: 上市券商全资子公司四大类别



资料来源: 上市券商 2022 年报、华宝证券研究创新部

1.3. 海外经验: 源起于混业经营, 全球化业务交叉并列

从资本市场发展进程来看, 海外的证券公司集团化经营成因于混业经营。像美国的高盛、美林、摩根士丹利、日本的大和证券集团等, 都是以证券业经营为主, 覆盖了保险、银行等业务, 涵盖标的更多元化, 而且海外的集团公司以其事业部制的框架结构和全球化的布局、业务上的相互交叉与分工并列, 构建了证券集团化经营的组织框架。

中国的金融机构形成的综合化控股集团公司多是以银行、保险板块为主导, 如中国平安、国有大行等。2022 年 3 月央行首批两家金融控股公司设立许可, 形成了中信金控将集团内金融业务隔离出来单设控股管理的“小金控”模式, 和北京金控金融并表资产占比 85%的“大金控”模式。所以从资本市场来看, 证券公司内部集团化是迈向金融机构业务集团化的一小步, 也是重要的组成部分, 有待长期优化和资源整合形成规模化效益。

2. 子公司: 以合规为准绳, 追求盈利和效率最大化

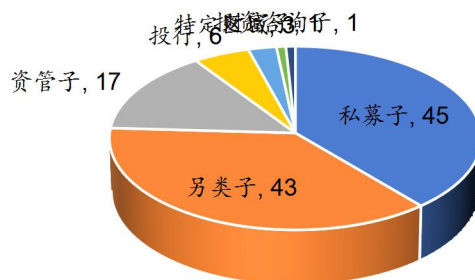
我们从上市证券公司四大类子公司设立背景、政策支持、规模贡献等方面, 探讨分析各类

子公司业务未来布局重要性和发展趋势。

2.1. 业务类：综合考虑合规+效率，追求协同效应最大而非数量增加

业务类子公司因为和券商主营业务息息相关，证券公司在设立业务类子公司时着重考虑合规要求、经营效率和管理效率三方面，通过子公司载体，要能够与母公司业务发展形成正向反馈，建立规模化协同效应，促进母子公司的一体化发展，除了行业内少有的区域类经营证券公司、投资咨询公司外，我们重点讨论投资类子公司、资管子公司和投行子公司。

图 6：上市券商全资业务子公司数量分布（单位：家）



资料来源：上市券商 2022 年报、华宝证券研究创新部

2.1.1. 投资业务规范发展，另类子/私募子作为“投早”“投小”载体或可带来高贡献

国内证券公司开展股权投资/直投业务始于上世纪 90 年代，券商股权投资业务发展初期主要以股权直投业务为主。在经历了业务试点、备案制全面放开后，于 2016 年 12 月迎来了正式规范，中证协发布《关于发布<证券公司私募投资基金子公司管理规范>及<证券公司另类投资子公司管理规范>的通知》，自此“券商直投”成为历史，证券公司下设私募基金子公司和另类投资子公司两类公司，区分定位，独立发展。

券商私募子公司和另类投资子公司是证券公司将股权投资/直投业务进行专业化经营转型的两个方向，一个代表着券商股权投资基金的管理能力，资金来源为募集基金；一个代表着券商自身的直投能力，不得向投资者募集资金，只能以自有资金进行股权投资。

截至 2022 年末，43 家上市券商的投资类全资子公司共计 88 家。其中，私募子公司共 45 家，另类子公司共 43 家，所有上市券商均设立有另类子公司和私募子公司，共同服务券商投资需求。

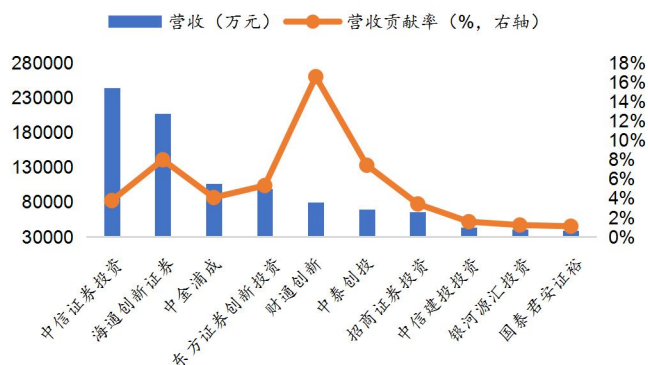
总体来看，投资类子公司目前主要有三大趋势：

第一，受市场波动和投资环境影响较大，整体营收贡献度较低，在披露 2022 年度营收的 41 家全资私募子公司中，营业收入贡献率的中位数仅为 0.77%，40 家另类子营收贡献率中位数仅为 0.63%，多家上市券商存在投资子公司亏损情况，投资类子公司盈利较为薄弱。

第二，头部效应明显，但中小券商布局积极有效，从近两年的上市证券公司投资子公司营收状况来看，前三均为“两中一海”，中信证券、中金公司、海通证券的另类子和私募子营收情

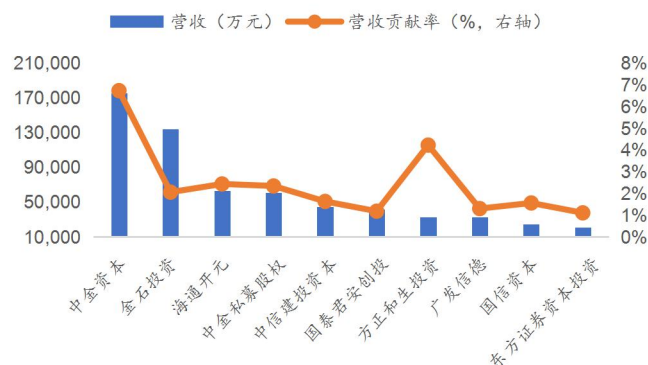
况较为领先。2022 年度中信证券投资、海通创新证券、中金浦成三家另类子营收都超过 10 亿元。但是中部证券公司另类子赶超的劲头较为明显，像财通证券旗下的财通创新（另类子）2022 年度完成投资项目 11 个，累计投资金额 45.38 亿元，实现营收 8.01 亿元，净利润 6.32 亿元，行业排名 TOP5，营收贡献度高达 16%。私募子中母公司效应更显著，方正证券算是中小券商中较为突出的佼佼者，方正和生投资 2022 年投资的 4 个公司在科创板上市，设立 2 只基金，认缴规模达 11.8 亿元，2022 年度实现营收 3.29 亿元，同比逆势增长 28%，在一众私募公司中较为突出。

图 7：2022 年度上市证券公司另类子公司营收 TOP10



资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

图 8：2022 年度上市证券公司私募子公司营收 TOP10



资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

第三，另类子设立热情不减，股权投资反哺效应或有加强，2022 年 1 月-2023 年 5 月，已有国新证券、中邮证券、甬兴证券 3 家非上市券商获批设立另类子公司，加入科创板跟投和投资类业务，2023 年 1 月证监会修订了《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及其配套文件《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，放宽证券子公司以自有资金参与资管计划比例（从 20% 上升为 50%），放宽专门投资于未上市企业股权的资产管理计划 25% 资产投资比例，鼓励证券公司子公司股权投资业务规范发展，未来券商投资类子公司业务或是重点反哺战略，在支持实体经济发展的使命驱动下，精准协同主营业务共同发展。

2.1.2. 资管子设立热情高涨，重点关注公募牌照放开后协同母公司获利增长

证券公司资管业务在经历了资管自营混业经营、层层嵌套野蛮生长、资管新规阵痛转型中曲折发展，雏形渐成后逐步回归资产管理初心，规范私募资管业务开展，设立资管子公司，着力公募化业务转型。上市证券公司的资管子公司多设立在 2012-2016 年券商资管通道业务扩张期，2022 年 5 月《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》出台，标志着券商资管实现公募化的“一参一控一牌”制度正式落地，特别是“一牌”的制度红利刺激券商纷纷申请设立资管子公司，2022 年 1 月-2023 年 5 月，已有国金证券资管、申万宏源资管、万联证券资管、中信证券资管、长城证券资管等 5 家券商资管子公司获批，新增国信证券、国联证券、华安证券 3 家券商还在翘首以盼位于资管子的申请队列中。

截至 2022 年末，43 家上市券商共有 17 家资管全资子公司，其中 7 家拥有公募牌照（华泰资管、东证资管、财通资管、国君资管、长江资管、浙商资管、山证资管）。

在披露营收的 13 家资管子公司中，营业收入贡献率的中位数为 4.43%，净利润贡献率（净利润贡献率=子公司净利润/母公司合并报表净利润）的中位数为 5.5%，天风资管的营收贡献率最高，2022 年度天风资管实现营收 8.68 亿元，营收贡献度超过 50%；东证融汇净利润贡献度最高为 35.20%。

目前证券行业在资管子公司方面的三大特征为：设立热情高、增资动作多、申牌较积极，基于资管新规后券商资管规模压降，去通道类业务带来的规模压力，需要通过主动管理型产品

去补填，所以多数上市券商都希望通过资管子公司渠道申请公募牌照，入局公募基金市场进行业务增量拓展。但根据 Wind 数据统计，截至 2022 年末，公募基金规模为 25.75 万亿，同比小幅增长 1%，2021 年 26.94% 规模同比增长一去难返，公募基金公司内卷程度趋高，行业让利降费背景下，新发基金难推广，存量竞争使尽浑身解数，券商资管的入局挑战重重。从集团化角度来看，设立资管子公司提高资管产品的专业化运营，申请公募牌照后加强和母公司协同，提高整体营收增长可能也是一种破局战略。

表 2：2022 年度上市证券公司资管子公司营收及净利润（单位：万元）

母公司	资管子公司	成立日期	2022 年度营业收入 (万元)	2022 年度净利润 (万元)	2022 年度营收贡献度 (%)	2022 年度净利润贡献度 (%)
东方证券	东证资管	2010.06	273,000	82,800	14.58%	27.51%
华泰证券	华泰资管	2014.01	192,143	106,886	6.00%	9.40%
财通证券	财通资管	2014.12	150,166	45,783	31.11%	30.19%
国泰君安	国泰君安资管	2010.08	132,100	23,300	3.72%	2.00%
招商证券	招商资管	2015.04	103,100	40,400	5.36%	5.00%
天风证券	天风资管	2020.08	86,826	35,931	50.45%	/
海通证券	海通资管	2012.06	74,300	41,400	2.86%	7.97%
广发证券	广发资管	2014.01	64,850	13,323	2.58%	1.50%
中国银河	银河金汇	2014.04	47,900	1,300	1.42%	0.17%
东北证券	东证融汇	2015.12	41,979	9,590	8.27%	35.20%
浙商证券	浙商资管	2013.04	41,528	8,376	2.47%	4.92%
长江证券	长江资管	2014.09	28,243	9,185	4.43%	6.00%
兴业证券	兴证资管	2014.06	25,400	10,300	2.38%	3.08%
光大证券	光证资管	2012.02	-	46,100	-	14.23%
申万宏源	申万宏源资管	2022.12	-	-	-	-
山西证券	山证资管	2021.11	-	-	-	-
国金证券	国金资管	2022.07	-	-	-	-

资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

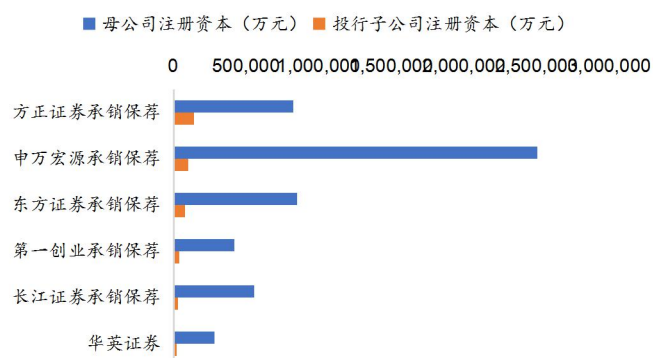
注：符号“-”表示数据未披露；“/”表示由于母公司净利润亏损，无法计算净利润贡献度

2.1.3. 投行子业务协同要求较高，资源+人+注册资本限制决定了以部门制发展为主

历史设立原因决定了投行子（承销保荐公司）的设立难成趋势。投行类子公司设立主要基于两大原因，其一是证券公司实施兼并收购或资产重组，将综合类证券公司部分吸收仅留下投行业务，如华泰联合证券、申万宏源证券承销保荐公司等；其二是因为中外合资设立，如东方花旗证券、高盛高华证券等。随着外资证券公司的投资比例限制放宽，首家新设外商独资券商渣打证券获批设立，路径二也就失去了吸引力。

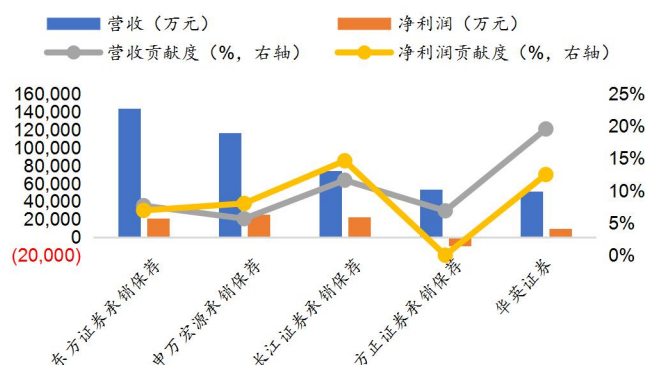
截至 2022 年末，43 家上市券商的全资子公司中，有 6 家投行子公司。在披露营收的 5 家投行子公司中（第一创业投行子公司一创投行未披露 2022 年度营收情况），营业收入贡献率的中位数为 7.68%，净利润贡献度中位数为 10.27%（剔除方正证券承销保荐）。华英证券（国联证券子公司）的营收贡献率最高为 19.58%，长江证券净利润贡献度最高为 14.64%。

图 9：6 家上市券商及其投行子公司注册资本金（万元）



资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

图 10：2022 年度 5 家上市证券公司投行子公司盈利情况



资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

注：因方正证券承销保荐公司亏损，故净利润贡献度标示为 0

对资源+人才+注册资本要求较高，分立展业扩大规模或遇阻碍。东方投行的前身是东方花旗，由东方证券与花旗环球金融（亚洲）有限公司共同投资组建成立，因前述原因花旗退出，2020 年东方花旗更名为“东方投行”，成为东方证券全资子公司，2022 年度东方投行实现营收 14.38 亿元，贡献度为 7.68%，但全面注册制下，东方投行想要进一步扩大规模，在 ABS 业务方面扩大规模，与资管业务形成合力，受限于牌照的分割和注册资本金带来的流动性风险指标管控，所以选择吸收合并。

2.2. 金融类：券商系子公司市场份额较大，业务交易密切贡献度攀高

金融类子公司作为证券公司对外拓展机构业务的重要窗口，包括公募基金、保险公司、期货公司等，一方面，证券公司与金融类机构有密切的业务往来，加入大金融板块的子公司也可以帮助证券公司了解市场，提升服务质量；另一方面，证券公司利用这种券商系协同效应去参与市场竞争，谋得多元化营收渠道，只是金融公司对资本金要求较高，大部分证券公司金融板块子公司都是合资设立。

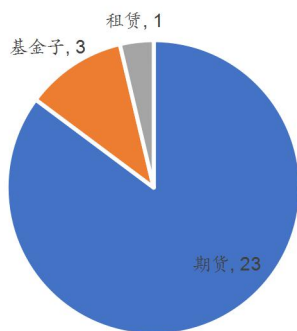
2.2.1. 期货子布局较早市占率偏高，伴随对外开放程度提高市场或有扩容

截至 2022 年末，上市券商共拥有 27 家全资控股金融业务子公司，其中期货子公司 23 家，占据主要部分；基金子公司 3 家，租赁子公司 1 家。如前所述，证券公司设立或购买期货子公司具有历史发展的先天条件，受益于较早成立进入市场，券商系期货公司占领了期货市场的主要份额，也是多家头部券商重要营收来源。

披露营收的 22 家期货子公司均实现了盈利，有 3 家期货子公司营收突破 100 亿元，总体营业收入贡献率中位数为 16.11%，净利润贡献率中位数为 4.03%。有两家期货子公司营收贡献率超过 50%，分别是西部证券期货子公司西部期货，高达 52.13%，中国银河证券期货子公司银河期货，为 50.71%；在净利润贡献率方面，以红塔证券期货子公司红塔期货最高为 32.87%。

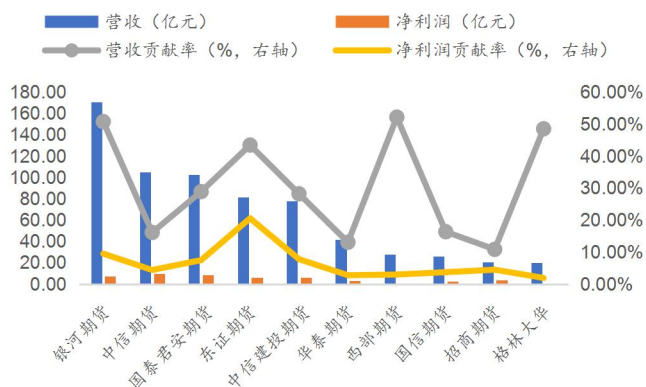
从目前的政策来看，2023 年证监会针对《期货公司管理办法》的修订进行了公开意见征求，在定位方面，期货公司向衍生品综合服务商转型，对外开放程度和品种更多；在市场准入方面，同时外资期货公司加快进入中国市场，期货业务开展对净资本管理和测算更为严格，预计期货行业竞争更加激烈；在股东控股方面，明确了期货公司股东“一参一控”的限制，目前上市证券公司旗下均只有控股 1 家期货公司，未来在业务发展方面要注重风险隔离。

图 11：上市证券公司全金融子公司分布



资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

图 12：2022 年度上市证券公司全资期货子公司营收 TOP10



资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

2.2.2. 券商系公募业务人才输送机制成熟，或将持续扩容

金融板块中有 3 家全资基金子公司：中金公司-中金基金、中信建投-中信建投基金、东兴证券-东兴基金，3 家基金公司均实现千万以上净利润，从营业收入贡献率看，东兴基金最高为 3.72%，中金基金和中信建投基金则为 1.18%和 1.11%；从净利润贡献率来看，东兴基金、中信建投基金、中金基金分别为 2.29%、0.31%、0.28%。

根据 Wind 数据，全行业已发行过公募基金的 156 家基金公司中，有 67 家都是券商系公募，占比约 43%，数量占据市场主导地位，而且像市场规模靠前的易方达（广发证券）、广发基金（广发证券）、博时基金（招商证券）等都是券商系公募。券商和公募之间既有研究业务、代销业务等合作，也有研究员向基金经理逐步的人才输送，特别是同一控股下的证券公司和公募公司联系非常紧密。

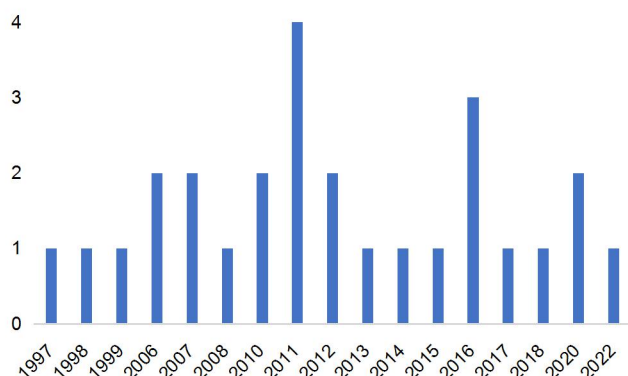
随着“一参一控一牌”政策推动，券商系公募数量还会继续扩容。只是目前基金规模增速放缓，逐步进入存量市场竞争，基金公司内部头部效应比较显著。

2.3. 境外子公司：头部业绩相对稳健，护城河较高中小券商难迈入

境外子公司主要是证券公司在中国香港设立，进一步可能成立金融控股集团，向新加坡等东亚国家、欧洲等进行业务版图拓展，伴随中国对外开放程度深化，近十年来证券公司一直都有保持每年 1-2 家的零星设立速度，主要对外开展经纪业务、投资咨询业务等。

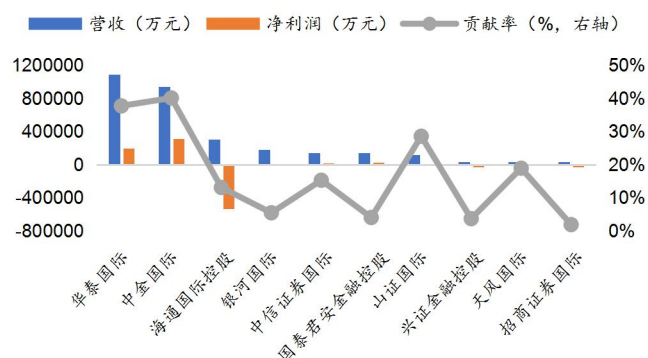
截至 2022 年末，六成以上的上市券商都设立了海外子公司，数量共计 27 家。2022 年度超过一半的海外子公司的利润表现净亏损，除中信建投证券外，中信证券、中金公司、华泰证券等头部大券商通过设立的海外子公司积极布局海外业务获得不错回报，净利润表现为正。从营收贡献率看，有 6 家海外子公司的贡献率超过 10%，中金公司贡献率最高为 40.10%，华泰证券贡献率次之为 37.70%，天风证券、山西证券、中信证券和海通证券紧随其后，分别为 28.52%、18.85%、15.21%和 13.02%。（注：此处数据按照 1 元=0.9 港元；1 美元=7 元的汇率折算）

图 13：上市证券公司海外子公司设立时间分布



资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

图 14：2022 年度上市证券公司全资海外子公司营收 TOP10



资料来源：上市券商 2022 年报，华宝证券研究创新部

因为境外子公司营收贡献率属于证券公司业务考察的重要指标之一，体现了证券公司集团化、国际化的重点布局，目前来看，主要是头部或有外资背景的券商能够保持较稳定的境外增长收入，其他成立时间比较晚的海外子公司受市场波动影响更大，未来中小券商设立境外子公司的可能性较小，业务内卷的背景下头部竞争更为激烈。

2.4. 其他：关联程度较低，存量经营增量较少

部分上市券商还设有金融科技子、实业子公司等其他子公司。

金融科技板块关注度较高，海外有较为成熟的系统服务子公司模式。截至 2022 年末，有 1 家证券公司设立了金融科技子公司，系山西证券于 2020 年 3 月设立的山证科技（深圳），注册资本为 2 亿元，主要为母公司提供信息技术服务，2022 年营业收入为 1816 万元，营收贡献率为 0.44%，净利润 23 万元。2022 年国联证券公告拟在北京全资设立金融科技子公司，主要是行业对交易信息服务系统要求提高，对于金融科技赋能业务竞争白热化。但是目前行业内头部机构都是和信息服务商合作为主的模式，内部也设有互联网金融部门、信息技术部门等。海外针对系统服务外包拥有较为成熟转移模式，主要将母公司一些成本中心进行外移，设立分公司或子公司，主要为了体现出母公司主营业务价值和盈利程度。

小部分券商还拥有从事非主营业务板块的实业子公司，与母公司关联度较小，而且在 2016 年协会通知中明确“各证券公司应当明确各类子公司的经营边界，不得开展非金融业务”，所以 2016 年后罕有这种实业子公司设立或收购情况。截至 2022 年末，还有兴业证券的福州兴证物业、中泰证券的中泰物业均从事物业管理服务；海通证券设有上海惟泰置业和上海泽春 2 家从事地产行业的子公司。除中泰证券的营收贡献率超过 1% 外，其他 3 家实业子公司的贡献率均不足 0.3%。

3. 总结：集团化发展处于成长阶段，有待试点成熟完善风控管理

3.1. 资源配置，证券公司集团化轮廓逐步清晰

证券公司集团化是行业趋势，但并不适用于每项业务类子公司。证券公司在业务类子公司的分设、合并与该类业务子公司的成因、和母公司业务协同、经营效率抉择、公司未来的战略规划等都紧密相关，归根到底是经营效率和经营业绩的考虑。强势业务类子公司独立性较强的如资管子公司，业内有成熟案例，公司有意提高业务专业化规模，则可以顺势而为，未来业务子公司的分设很有可能与行业内战略并购吸收后，保留单项突出业务有关。

分类监管趋势明显，纳入会员业务子公司数上升。2016 年私募子和另类子整改后，协会要求两类子公司可以申请加入会员，根据证监会公布的 2023 年 4 月证券公司名录，141 家证券公司中，包含 115 家证券公司、5 家资管子公司、21 家投行子公司，证券业协会也在逐步优化证券公司分类公布，如行业网站已开始按另类子公司等分类进行展示，分类监管的思想不断深入贯彻，未来业务类全资子公司有望都纳入细化统计，促进业务合规增长，清晰化证券公司集团布局。

3.2. 抢占份额，集中度趋高驱动券商有侧重的布局

考验前瞻布局能力，集团化不会盲目扩张。从大金融板块子公司、海外子公司的统计分析中，可以明显看出头部券商的竞争优势所在，提前布局、适时收购、扩张版图，提高了业绩稳健性，像期货子公司、公募子公司、海外子公司表现最为明显，券商系的金融子公司优势突出，凭借多主营业务的一站式服务，与其他金融业务形成很好的正循环。对于还未设立金融板块子公司的中小券商来说，考虑到护城河的成本和营收回报，趁行业洗牌时收购一家金融板块子公司可能是较优选择。

3.3. 板块扩张，最终归属金融控股集团化发展

从证券公司子公司发展来看，边界逐步延伸，集团化从业务子为基础向大金融板块倾斜，参考海外的成熟证券集团发展历程，证券公司集团化只是其中一环，逐步形成银行、证券、保险三类机构互相持股局面，最终形成金融控股集团化发展，目前证券公司持股控股公募基金、参股保险公司或设立保险子公司等，正是集团化发展的重要进程，未来金融机构协同发展，促进集团化利益最大化。

3.4. 合规运营，子公司治理经营管理正迈向规范

目前关于证券公司子公司管理规定的政策文件主要是以 2007 年《证券公司设立子公司试行规定》为主，并在 2012 年进行了修改。其实无论是从证监会 2016 年修订《证券公司风险控制指标管理办法》中要求“证券公司建立全面风险管理体系”，到 2020 年《证券公司分类监管规定》、2023 年《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》，文件中都反复强调加强境内外子公司风险管控，还有 2020 年首批 6 家券商纳入并表监管试点，监管都在加强以合规为准绳，通过自下而上的试点方式，参照海外集团化管理经验，针对子公司风险制度、风险评估、流动性管理、人才培养和流转机制等问题进行先试先行，期待试点机构集团化进展更为成熟后，发展更适应中国市场发展的证券公司子公司管理模式。

分析师承诺

本人承诺，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本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。