



2023年03月27日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001
whxing@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

相关研究

1. 国企对标世界一流系列：建筑央企篇
2. 中办、国办印发《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》——宏观策略日报20230324
3. 美联储加息周期可能接近尾声——海外观察：2023年3月美国FOMC会议

长风破浪，资本市场进入更高发展阶段

——全面注册制影响深度报告

投资要点

- **全面注册制助力A股市场总量扩容、结构改善，对资本市场影响深远。**2月17日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。全面注册制精简优化了发行上市的条件，将发行条件尽可能转化为信息披露要求，降低发行成本、简化发行程序、提高上市效率，有利于激活资本市场的资源配置功能，引导A股市场供给有序扩容、促进市场结构性改善。对资本市场以及券商各项业务线影响深远。
- **全面注册制有望推动证券行业加快发展。**2019年科创板试点注册制以来，我国券商行业发展已形成一些有利趋势，与全面注册制下券商规模扩张和业务转型路径契合。第一，负债端融资成本明显改善，具体表现为：1）证券公司信用评级中枢上移，债券融资成本下行幅度超过市场利率下行幅度；2）大型券商与中小型券商融资成本分化程度有所收敛；3）券商收益凭证优势凸显，成本率下降幅度亮眼。第二，资管新规与注册制背景下，百万亿级大资管行业竞争格局重塑，近年证券公司在资产管理、财富管理、研究业务等大资管产业链细分领域的优势逐步彰显。第三，近年来，我国做市业务品种不断丰富，2019年以来做市业务扩容有所加快。在以上趋势基础上，证券行业将进一步受益于全面注册制的实施，行业资产规模、收入与业务结构有望迎来加速发展期。
- **注册制带来市场化变革，优质公司有望更高估值溢价，退市也将常态化。**注册制改革更加市场化，增加市场监督的力量和法治约束。除投行业务的头部化趋势之外，随着上市公司数量的增加，特色券商业务仍有较大的发展空间。与欧美资本等资本市场趋势相比，未来上市公司的退市或将常态化。
- **注册制带来上市公司市场化选择，权益投资机构化发展壮大，或带动券商财富业务的优势。**至2022年底，A股上市公司总数突破5000家，总市值为79万亿，与GDP的比重为70%。与此同时，国内资产管理总规模为66.74万亿，公募基金数量10607只，管理规模26万亿。我国居民储蓄120万亿元，未来对机构投资的需求有望提升，看好券商财富业务的发展空间。
- **看好A50及科创50。**全面注册制下，市场环境将得到优化，外资占比提高，投资者机构化程度得到加强。参考成熟资本市场，外资投资偏好上更青睐大市值公司；在美股以及港股市场上前20%市值的公司成交额占比分别达到89.5%和95.0%，A股仅为52.7%；A股大市值公司从估值上存在一定折价，但美股市场上并没有这种现象。我们认为，未来龙头估值有望得到提升，业绩稳定性较强的行业龙头价值将凸显，此外，“科技-产业-金融”的良性循环，资本赋能科创板作为多层次资本市场中支持科技创新的重要环节，或将吸引更多新经济中概股的回归，提高上市公司整体质量。综上，长期看好A50以及科创50的投资机会。
- **券商行业有望直接受益，看好头部券商以及具备差异化发展特色的券商。**全面注册制实施后，企业上市速度有望加快，券商投行业务将得到直接受益；增量资金的引入，市场蛋糕扩大，财务业务的整体规模有望增长，分仓佣金收入的增加使研究业务也有望受益；两融的扩容，作为重资本业务，集中度可能进一步提升；券商目前PE19.5倍，5年分位数水平28%，估值水平较低，安全边际较强。总体上，建议关注资本规模较大、项目储备丰富的头部券商以及具备差异化发展特色的券商。

风险提示：全面注册制政策效果低于预期；中美关系不确定性加剧；欧美银行业风险扩散。

正文目录

1. 全面注册制助力 A 股市场总量扩容、结构改善.....	4
1.1. 全面注册制有望推动 A 股市场扩容	4
1.2. 全面注册制有望推动 A 股结构改善	5
2. 证券业发展空间广阔、趋势渐入佳境.....	7
2.1. 对标成熟市场，行业发展空间广阔	7
2.2. 信用等级提升、收益凭证优势凸显，融资成本下降	10
2.3. 大资管行业竞争格局重塑，证券公司资产管理、财富管理、研究优势渐显	12
2.4. 做市业务品种逐步丰富完善	15
3. 看好 A50、科创 50 及券商行业投资机会.....	16
3.1. 看好 A50 及科创 50	16
3.1.1. 龙头估值有望得到提升	16
3.1.2. 资本市场科创属性提升	18
3.2. 重点关注券商行业	18
4. 风险提示	21

图表目录

图 1 美国、日本及我国的资产证券化率，%	5
图 2 A 股市场股权融资规模，亿元	6
图 3 美股市场股权融资规模，亿美元	6
图 4 A 股二级市场总市值行业结构，%	6
图 5 美股二级市场总市值行业结构，%	6
图 6 国内券商总资产及其占 GDP 比重均明显低于美国	7
图 7 我国证券行业收入（亿元）与证券行业资产规模（亿元）高度相关	8
图 8 高盛、摩根士丹利与中信证券业务板块示意图	9
图 9 中信证券收入规模与高盛存在较大差距，二者收入结构明显不同	9
图 10 2019 年以来，证券公司不同类型债券的月度发行规模上升，亿元	10
图 11 主体评级为 AAA 的券商占比不断提升	11
图 12 主体评级为 AAA 的证券公司债券占比不断提升	11
图 13 样本券商年度债券融资成本分布区间收窄	11
图 14 样本券商债券信用利差分布区间收窄	11
图 15 证券公司债券融资成本持续下降，其中收益凭证成本受益于资管新规下降更明显	12
图 16 115 万亿大资管产品中，银行理财、公募基金、信托、私募基金均超过 20 万亿	13
图 17 2018 年以来，大资管产品存续规模中，公募基金与私募基金占比不断上升	13
图 18 2018-2022 年，投资基金持有上交所公司市值占比持续上升	14
图 19 2022 公募基金代销前 100 榜单中，证券公司数量占比、代销规模占比较 2021 年明显提升	14
图 20 2020-2021 年公募基金分仓佣金快速增长	15
图 21 我国金融市场做市业务品种不断丰富	16
图 22 陆股通持仓前 200 市值占比及总市值中枢，%，亿元	17
图 23 A 股、美股、港股市值前 20% 的公司成交额成交量占比，%	17
图 24 A 股规模指数比值	18
图 25 美股规模指数比值	18
图 26 2022 年中报券商各财务指标前十集中度，%	19
图 27 2022 年中报券商各业务收入前十集中度，%	19
图 28 前十券商 IPO 业务指标集中度，%	19
图 29 各上市板块前十券商 IPO 报审项目集中度，%	19
图 30 截至 2022 年 3 月 22 日前二十券商 IPO 已报审家数，家	20
图 31 A 股日均成交金额，亿元	20
图 32 两融余额及标的数量，亿元，只	20
图 33 券商行业 PE 及 PB 估值（申万二级行业指数）	21
图 34 上市券商 PE 及 5 年分位数水平，%	21
图 35 上市券商 PB 及 5 年分位数水平，%	21
表 1 审批制、核准制、注册制区别	4
表 2 中概股市值规模排名前 5 的企业	7

1.全面注册制助力 A 股市场总量扩容、结构改善

1.1.全面注册制有望推动 A 股市场扩容

全面注册制有望推动主板上市公司 IPO 速度，引导 A 股市场供给有序扩容。与核准制相比，全面注册制精简优化了发行上市条件，将核准制下的发行条件尽可能转化为信息披露要求，降低发行成本、简化发行程序、提高上市效率，有利于激活资本市场的资源配置功能。

发行条件方面，全面注册制精简优化现有主板发行条件，全市场适用基本统一的发行条件，逐步将现行发行条件中可以由投资者判断的事项转化为更严格、更全面深入精准的信息披露要求，有利于建设包容化、多层次的资本市场体系。

发行程序方面，交易所全面负责发行上市和信息披露要求的审核，证监会加快职能转型，加强对审核注册工作的统筹协调监督管理，统一审核理念和标准，强化对交易所的监管，进一步明确交易所和证监会之间的职责划分，提升审核程度的效率和可预见性。

监管方面，全面注册制强化信息披露监管，加大对信息披露违规行为处罚力度，提升违法违规成本，压实发行人主体责任和中介机构“看门人”责任，推进资本市场健康有序发展。

表1 审批制、核准制、注册制区别

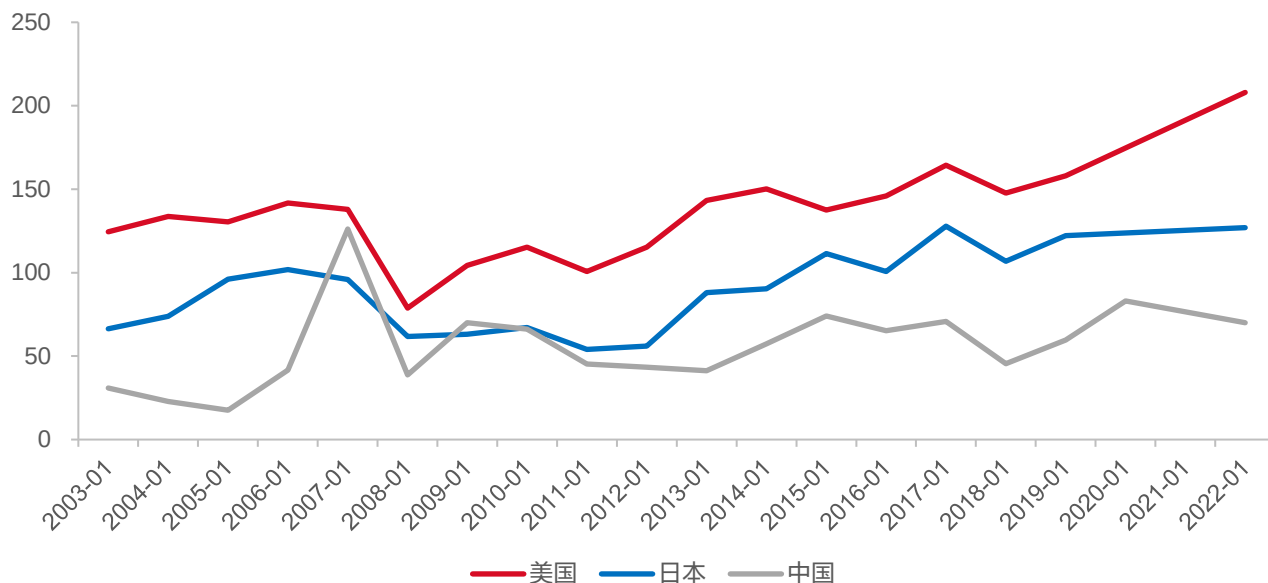
	审批制	核准制	注册制
发行指标和额度	有、行政规划	无	无
上市程序	政府规定额度、地方推荐 证监会审核、交易所上市	中介机构鉴证、辅导机构 推荐、证监会审核、交易所 上市	中介机构鉴证、申报登 记、证监会审核、交易所 审核上市
信息披露要求	真实	真实、准确、完整、及时	真实、准确、完整、充分、 及时
对发行作实质判断的主体	证监会	中介机构、证监会	中介机构
承销机构责任	按规定承销	辅导 IPO 公司承担连带责 任辅导；保证保荐书信息 真实、IPO 公司信息披露质 量承担连带责任	自主判断股票价值并投 资、社会监督、损害赔偿 请求权；提起诉讼
投资者角色	投资	投资、社会监督、受害赔偿 请求	自主判断股票价值并投 资、社会监督、损害赔偿 请求权；提起诉讼
证监会责任	实质性审核、决定企业价 值	实质性审核	形式审查

资料来源：证监会，东海证券研究所

在过去的核准制之下，中国资本市场存在一些问题，例如发行审核时间过长、信息披露不透明、发行定价不合理等。这些问题导致了企业融资成本高、融资效率低，进而限制了直接融资的发展。全面注册制的推行，将加速优胜劣汰，促进公司的直接融资渠道拓宽，提高融资效率，推动资本市场扩容。直接融资的比重提升，将有助于提高股权融资的比重，增加企业的长期融资来源，进一步促进经济的发展。

借鉴国际经验，较早实行注册制的国家，资产证券化率普遍较高。2022 年美国、日本的股市总市值占 GDP 比重分别为 208%、127%，我国的资产证券化率近年来逐步提高，2022 年达到 70.2%左右，但距离美日等国仍有一定距离。

图1 美国、日本及我国的资产证券化率，%



资料来源：世界银行，东海证券研究所

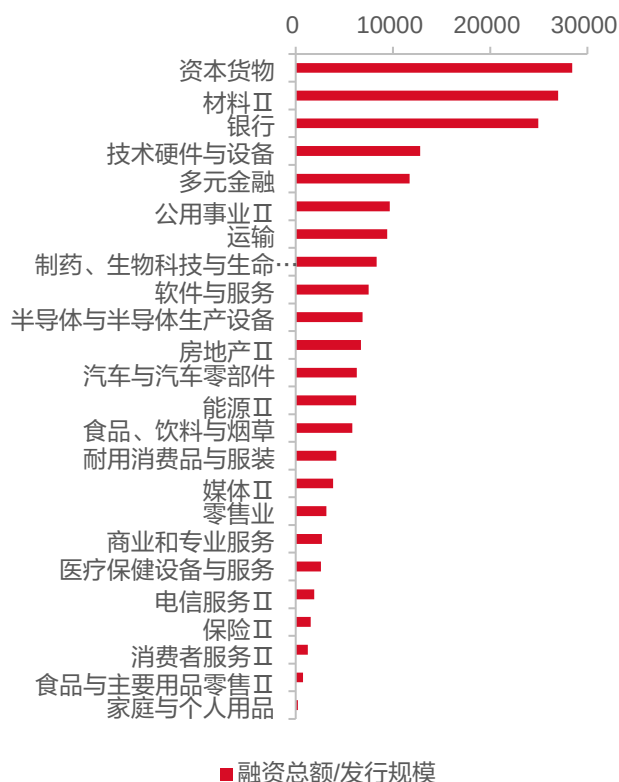
资本市场扩容将使更多投资者从中受益，推动我国居民财产性收入的增长，有助于提升居民消费意愿，促进内需增长。随着居民的财富增加，将有更多的可支配收入用于消费，从而推动居民消费的增长。财富效应还将激发居民对投资的兴趣，促进居民更加积极地参与资本市场，形成更加健康、活跃的市场生态。

1.2.全面注册制有望推动 A 股结构改善

全面注册制的实施有望为 A 股市场带来积极的结构性改善。当前，我国资本市场的基础设施建设仍有待完善。全面注册制将通过取消审批制度、引入信息披露和风险提示机制等措施，有利于优化新股发行制度，使得符合资本市场发展方向、但尚未盈利的企业也能够通过上市融资来实现业务发展，有助于提升市场效率、降低企业融资成本，优化市场结构，增强市场的流动性和透明度。

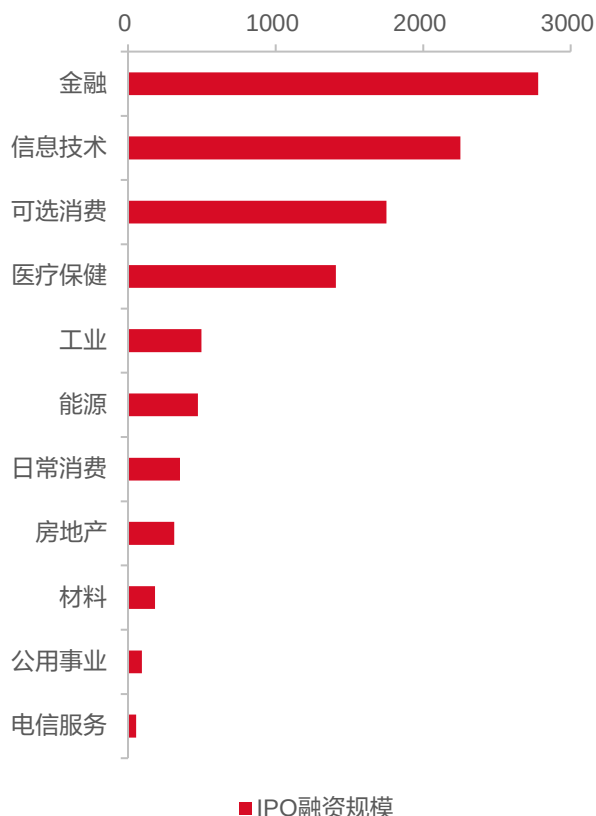
全面注册制的实施将有利于提升可选消费、信息技术、先进制造等行业的融资规模占比。由于周期性行业中的企业更易满足核准制下的盈利要求，A 股市场中存在周期性行业市值占比较高的现象。从 2000 年至今，A 股市场股权融资规模最高的行业为资本货物、金融、运输等，而在美股一级市场中占比领先的信息技术、可选消费、医疗保健等行业的比例较低，导致市场波动性较大。全面注册制的实施将引入更多新兴产业，有利于推动市场多元化和高质量发展。

图2 A股市场股权融资规模，亿元



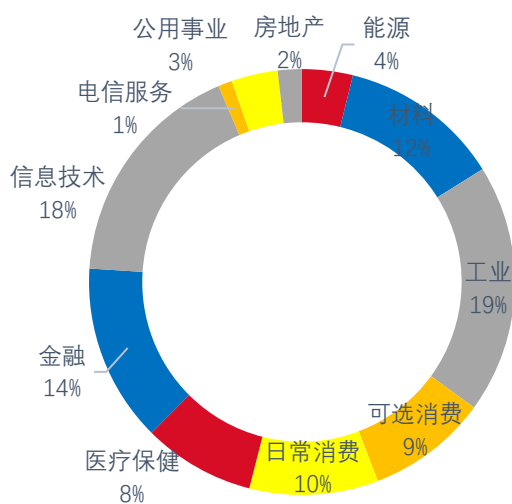
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 美股市场股权融资规模，亿美元



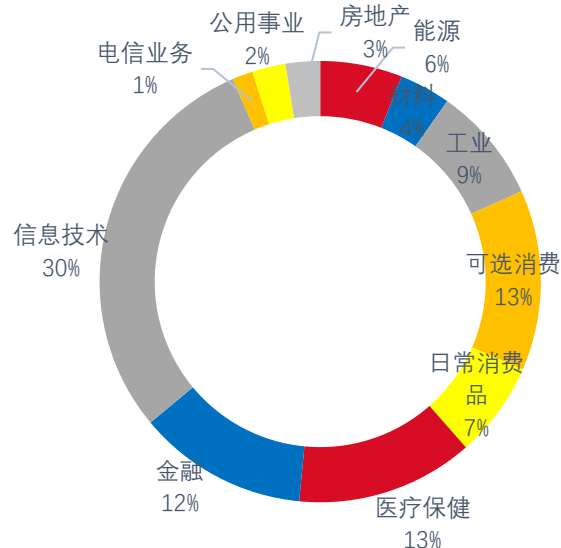
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 A股二级市场总市值行业结构，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 美股二级市场总市值行业结构，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

全面注册制的实施将有助于吸引更多行业龙头企业的上市，提高市场整体估值。核准制下，许多新兴产业的龙头企业难以满足上市要求，转赴美股、港股上市。阿里巴巴、拼多多、京东等电商巨头在美股的市值分别达 2162、1162、613 万亿美元。注册制的推行将鼓励更多新兴企业在国内上市，推动市场向更加优质、高效、活跃的方向发展。

表2 中概股市值规模排名前 5 的企业

序号	证券代码	证券简称	最新收盘价(美元)	总市值(亿美元)
1	BABA.N	阿里巴巴	81.67	2,162.24
2	PDD.O	拼多多	91.94	1,162.48
3	JD.O	京东	38.83	613.38
4	NTES.O	网易	85.87	563.99
5	BIDU.O	百度	146.84	507.39

资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截至 2023/3/20

全面注册制的实施将有助于减少公司借壳上市的现象。核准制下, 借壳上市已经成为了 A 股市场的一大顽疾, 一些企业通过借壳上市的方式, 迅速在资本市场上获得融资, 给投资者带来了极大的风险。全面注册制的实施将通过引入信息披露和风险提示机制, 加强对企业的质量审查和信息披露要求, 同时取消审批制度, 加强对新股发行的规范和监管, 从源头上遏制公司借壳上市的行为。

全面注册制的实施还将有利于改善 A 股市场的交易结构。目前, A 股市场存在交易成本高、换手率过高等问题。全面注册制将引入更多的机构投资者和境外投资者, 同时推进市场的国际化, 有利于增加市场流动性和深度, 提升市场效率和活力。

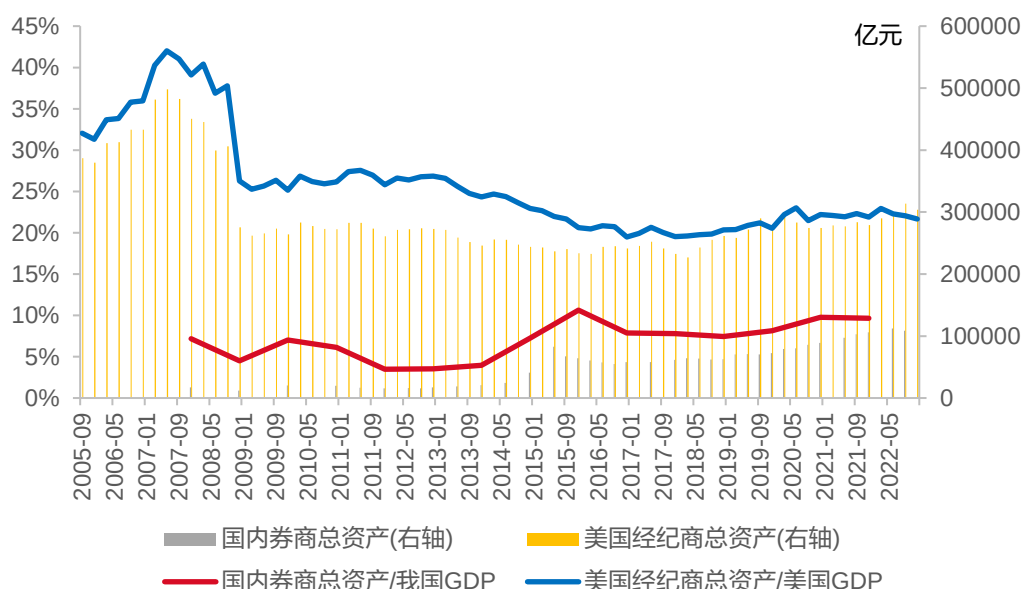
2. 证券业发展空间广阔、趋势渐入佳境

2.1. 对标成熟市场, 行业发展空间广阔

我国证券业资产规模与欧美成熟市场有较大差距, 发展空间广阔。全面注册制实施后, 随着市场扩容、市场结构改善和市场成熟度提升, 证券行业有望迎来较好发展机会。

2022 年 9 月末, 我国证券公司总资产接近 11 万亿人民币, 美国证券经纪商总资产规模接近 4.4 万亿美元(折合人民币约 32 万亿元), 前者占 GDP 比重接近 10%, 后者接近 22%。

图6 国内券商总资产及其占 GDP 比重均明显低于美国

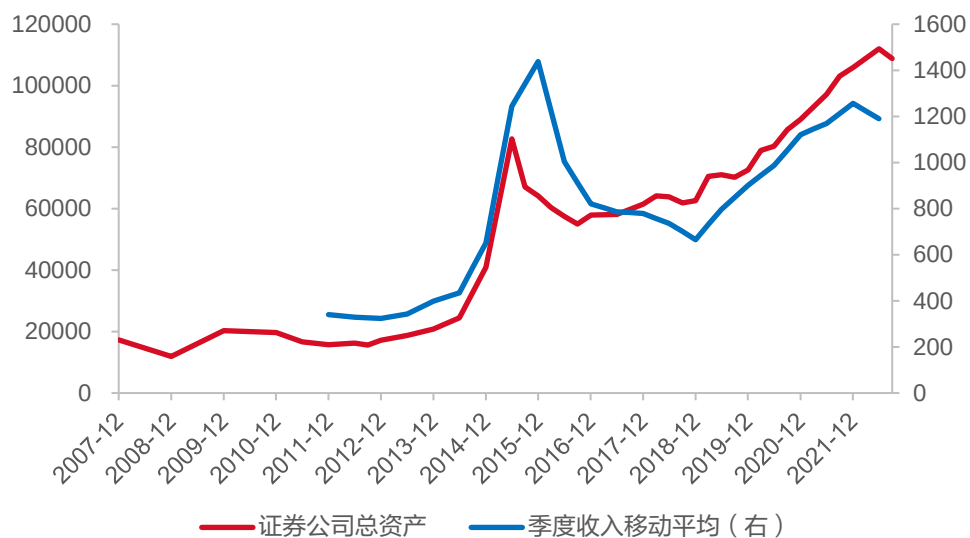


资料来源: 同花顺 iFinD, 东海证券研究所

作为重资产行业, 行业收入规模与资产规模高度正相关, 我国证券行业资产规模与成熟市场的差距意味着行业收入规模与成熟市场同样存在较大差距。以头部券商为例, 中信证券总资产约 1.3 万亿元(2022 年 9 月末), 高盛集团资产规模 1.4 万亿美元(折合人民币 10

万亿元，2022 年末），前者营业收入为 765 亿元（2021 年），后者为 590 亿美元（折合人民币约 3800 亿元）。

图7 我国证券行业收入（亿元）与证券行业资产规模（亿元）高度相关

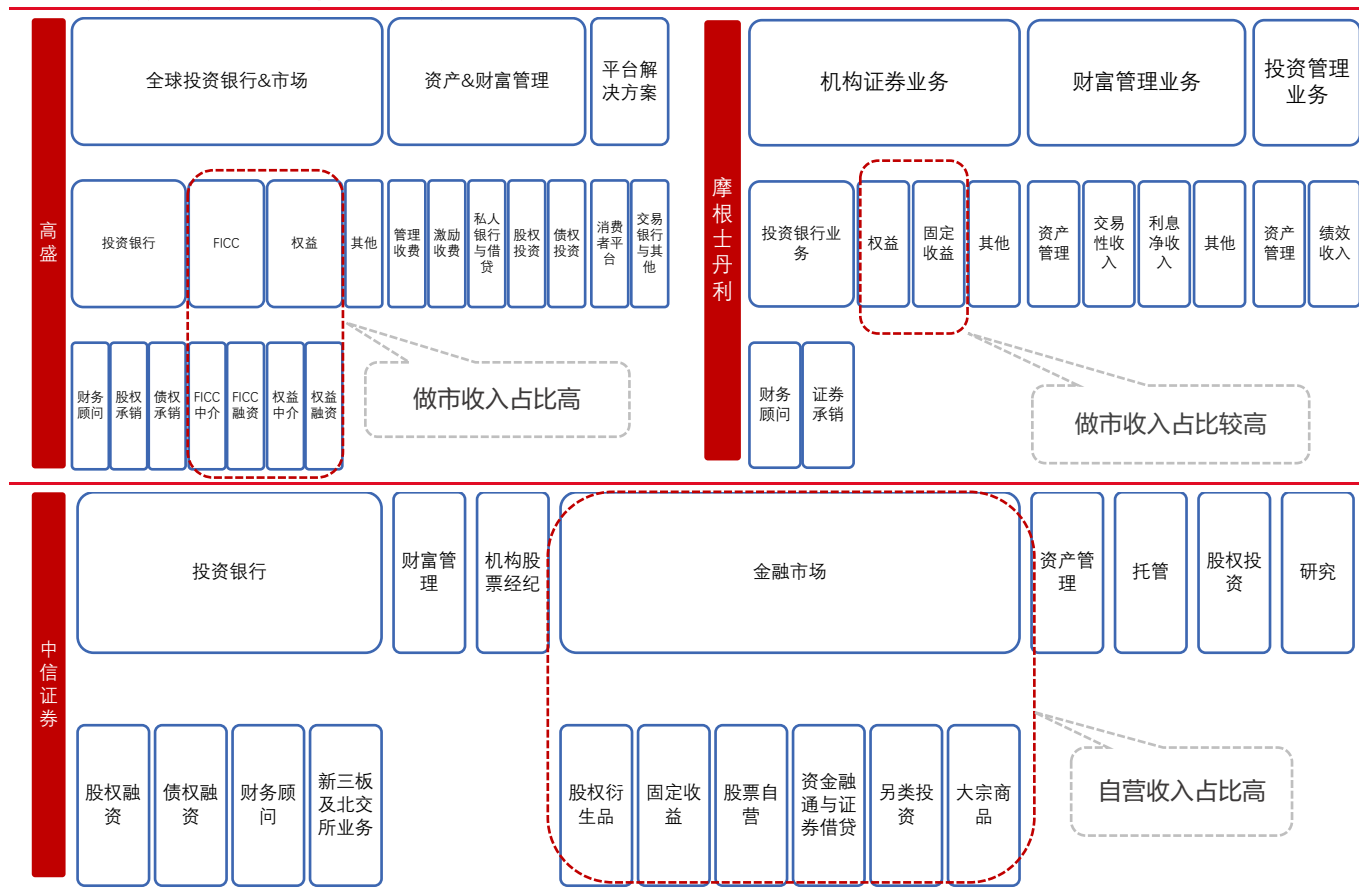


资料来源：Wind，东海证券研究所

此外，由于机构化程度与金融市场成熟度不同，我国证券行业收入结构与成熟市场存在明显差异。以头部券商为例，高盛、摩根士丹利等美国头部投行的机构证券业务（主要包括投资银行业务与金融市场业务，其中金融市场业务盈利模式以做市业务为主）为支柱业务，传统经纪业务占比较低，在高盛 2020-2022 年收入结构中，投资银行与做市业务收入占比超过 50%。相比之下，经纪业务为中信证券的贡献度更高，同时，中信金融市场业务盈利模式以自营为主，2020、2021、2022 年 Q1-Q3 两项业务收入合计占比达到 55%、49%、43%。

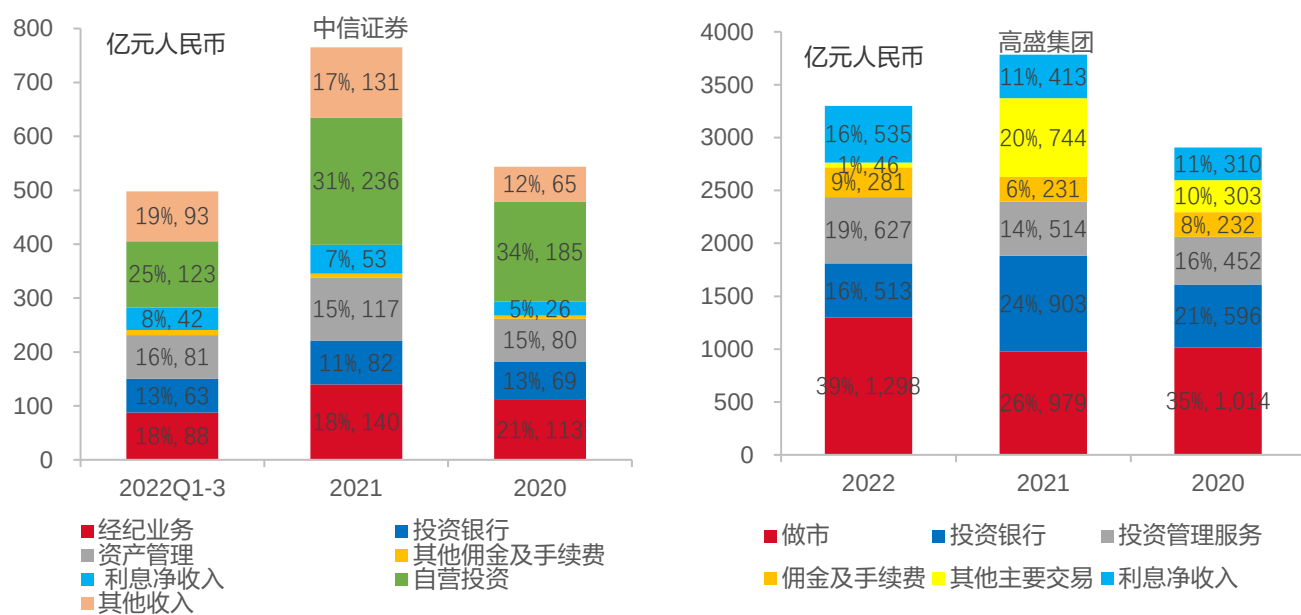
2019 年科创板试点注册制以来，我国券商行业发展已形成一些有利趋势，与全面注册制下券商规模扩张和业务转型路径契合。我们观察到的三个有利趋势包括：负债端融资成本改善，大资管产业链优势凸显，做市业务扩容加快。证券行业将进一步受益于全面注册制的实施，行业资产规模、收入与业务结构有望迎来加速发展期。

图8 高盛、摩根士丹利与中信证券业务板块示意图



资料来源：各公司年报，东海证券研究所整理

图9 中信证券收入规模与高盛存在较大差距，二者收入结构明显不同

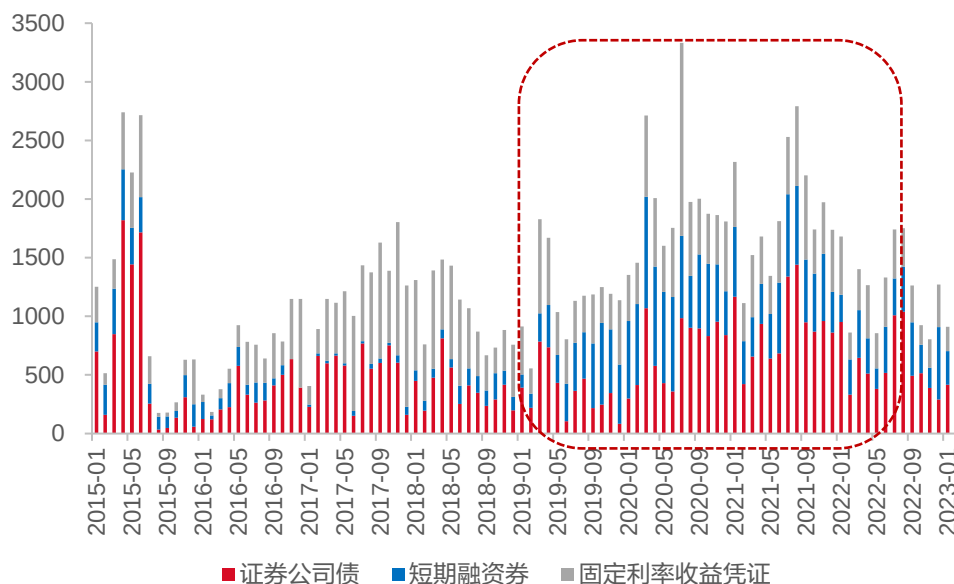


资料来源：各公司年报，东海证券研究所整理

2.2.信用等级提升、收益凭证优势凸显，融资成本下降

作为杠杆经营行业，金融行业的规模增长对负债端依赖性较强。目前我国券商负债端主要融资工具包括证券公司金融债券、短期融资券和券商收益凭证。金融债券发行规模较大，期限较长，主要用于满足中长期需要，短期融资券与收益凭证发行规模较小，期限较短，主要用于满足短期需要。2019年以来，证券公司债券融资工具发行规模明显上升。

图10 2019年以来，证券公司不同类型债券的月度发行规模上升，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

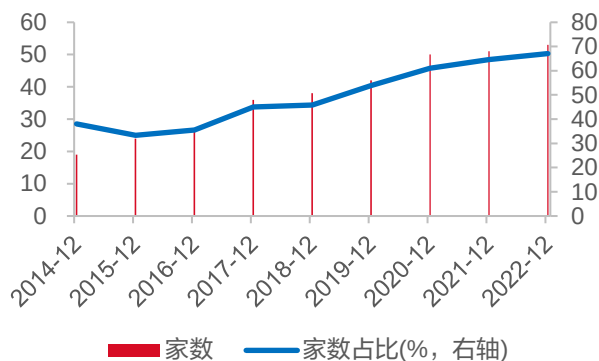
注：各类型债券包括 Wind 提供的具有利率、期限、规模等完整要素信息的固定利率债券明细。

相对美国而言，我国证券行业负债端扩张面临更严格的约束（美国投行可以灵活使用客户资金，中国券商不可以使用客户资金，中国券商杠杆率受风险覆盖率、资本杠杆率等指标约束），这造成了中美券商在融资成本、杠杆率的差异（美国投行负债成本较低、杠杆率更高）。监管约束下，债券融资成本与我国证券行业规模扩张存在较大相关性：融资成本降低利于规模扩张，规模扩张增强公司实力，反过来进一步促进融资成本下降。

我们观察到，随着证券行业整体实力增强，近年来行业债券融资成本明显改善，对我国证券行业规模扩张具有正面影响。融资成本改善体现在三个方面：1）证券公司信用评级中枢上移，债券融资成本下行幅度超过市场利率下行幅度；2）大型券商与中小型券商融资成本分化程度有所收敛；3）受益于资管新规，券商收益凭证受成本率下降幅度亮眼。

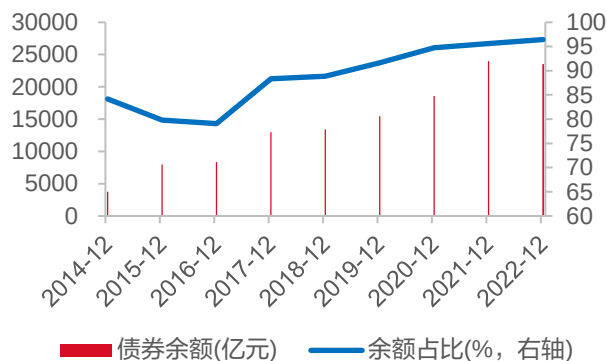
2019年以来，主体评级达到 AAA 的证券公司家数由 38 家增至 53 家，占有发债券商数量的比重由 46% 上升至 67%，AAA 证券公司债券余额（此处不含受益凭证）由 1.3 万亿上升至 2.4 万亿，占证券公司债券余额的比重由 75% 上升至 90%。

图11 主体评级为 AAA 的券商占比不断提升



资料来源：Wind，东海证券研究所

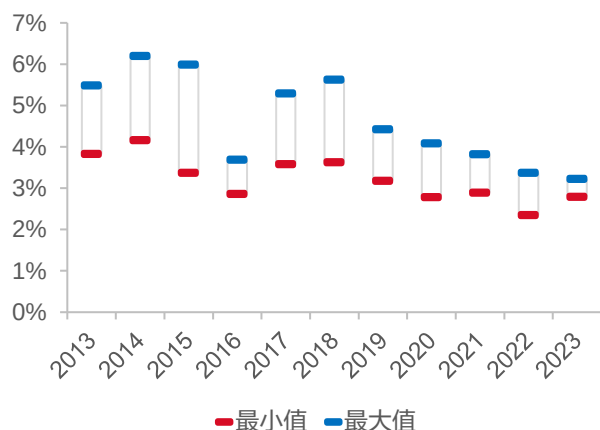
图12 主体评级为 AAA 的证券公司债券占比不断提升



资料来源：Wind，东海证券研究所

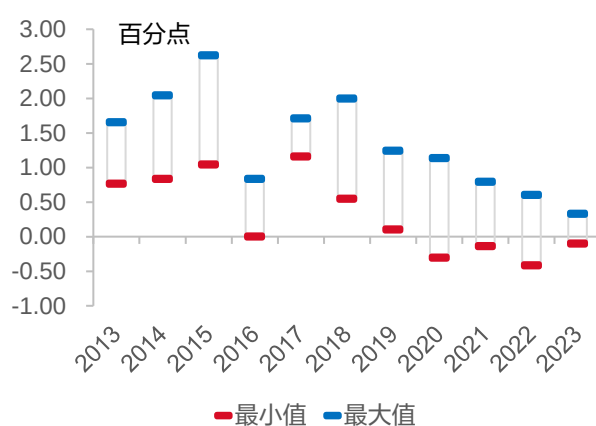
8家（4家大型券商+4家中小型券商）样本上市券商¹数据显示，2019年以来，券商综合发债成本普遍下行且信用利差收窄，此外大型券商和中小券商融资成本分化程度收窄。2022年，8家券商综合发债成本区间为2.35%~3.37%（V.S. 2018年3.62%~5.62%），较10年期国债收益率的信用利差区间为-42bp~60bp（V.S. 2018年55bp~200bp）。

图13 样本券商年度债券融资成本分布区间收窄



资料来源：Wind，东海证券研究所

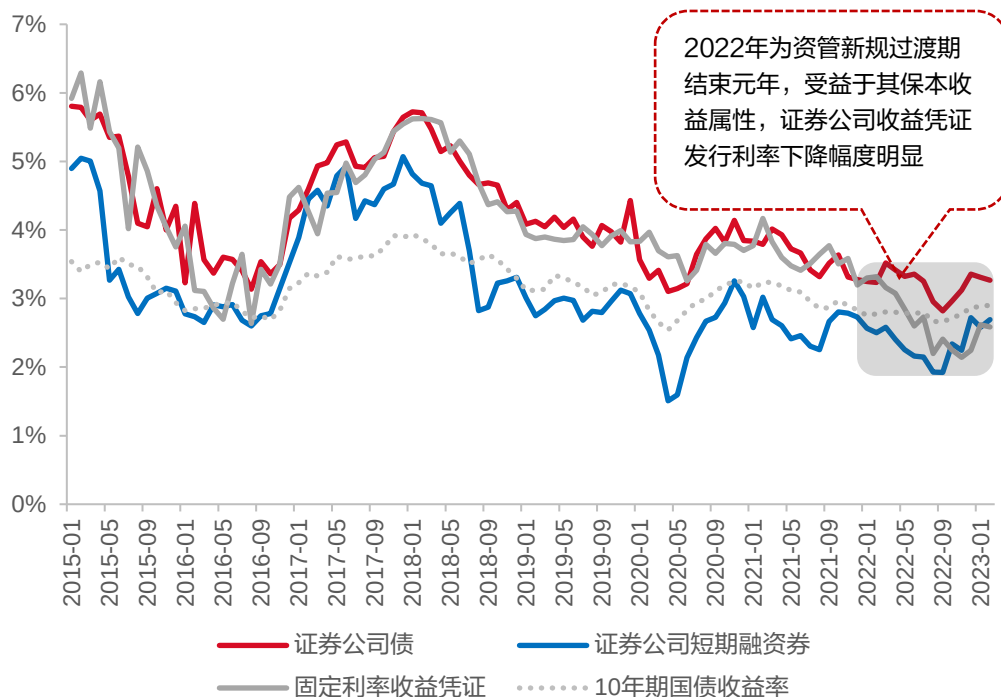
图14 样本券商债券信用利差分布区间收窄



资料来源：Wind，东海证券研究所

2022年理财产品净值经历两次明显波动，券商收益凭证保本优势彰显。样本测算显示，2022年券商收益凭证加权发行利率由证券公司金融债同等水平下降至短期融资券同等水平。截至2023年2月，券商固定利率收益凭证加权利率为2.6%，较同期金融债低60bp。

¹ 样本券商包括四家大型券商（中信证券、中信建投证券、中金公司、华泰证券）和四家中小型券商（国联证券、东北证券、南京证券、中原证券）

图15 证券公司债券融资成本持续下降，其中收益凭证成本受益于资管新规下降更明显


资料来源：Wind，东海证券研究所

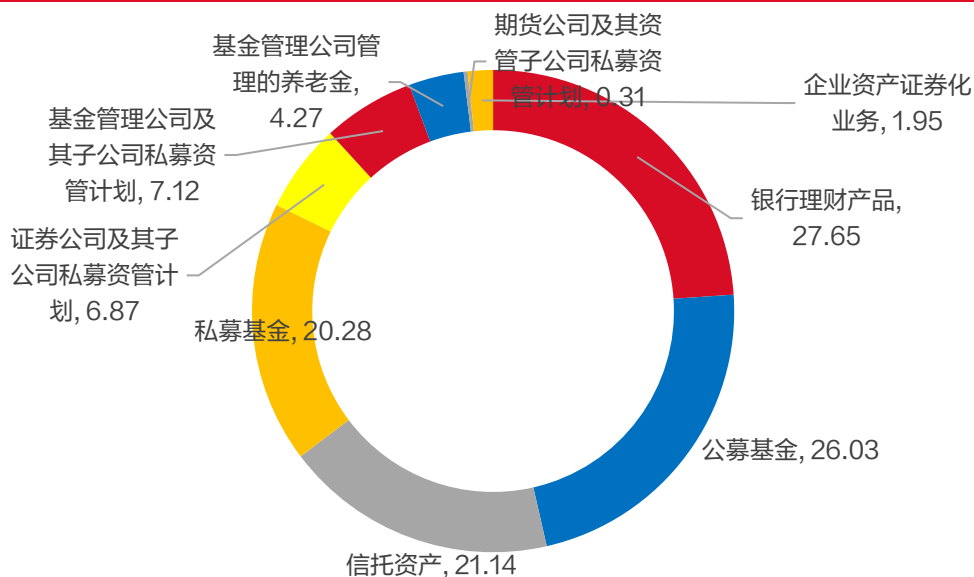
注：

- 1.各类型债券加权平均收益率根据 Wind 提供的具有发行利率、发行期限、发行规模等完整要素信息的固定利率债券明细计算得到。
- 2.收益凭证仅包含报价系统收益凭证，要素信息不全以及柜台市场发行的收益凭证未纳入统计。
- 3.加权发行利率= $\sum (\text{发行规模} \times \text{发行期限} \times \text{发行利率}) / \sum (\text{发行规模} \times \text{发行期限})$

2.3.大资管行业竞争格局重塑，证券公司资产管理、财富管理、研究优势渐显

美国佣金自由化之后，佣金收入占比下降，券商通过财富管理转型增厚资产管理业务和利息收入来弥补佣金下降。我国证券业当前面临类似形势：虽然佣金费率随着竞争加剧不断降低，但资管新规与注册制背景下，资产管理产业却朝着利于券商的方向发展。

随着资管新规与试点注册制的实施，公募基金与私募基金在大资管行业中的相对优势逐步体现。截至 2022 年末，我国大资管产品规模达到 115 万亿元。其中，银行理财、公募基金规模均超过 25 万亿，信托、私募基金规模均超过 20 万亿元。从投资风格来看，银行理财与信托产品擅长债权类资产的投资管理，但股权类资产投资管理经验相对不足，相比之下，投资基金在股权和债权类资产投资管理方面均有成熟经验，相对优势较为明显。

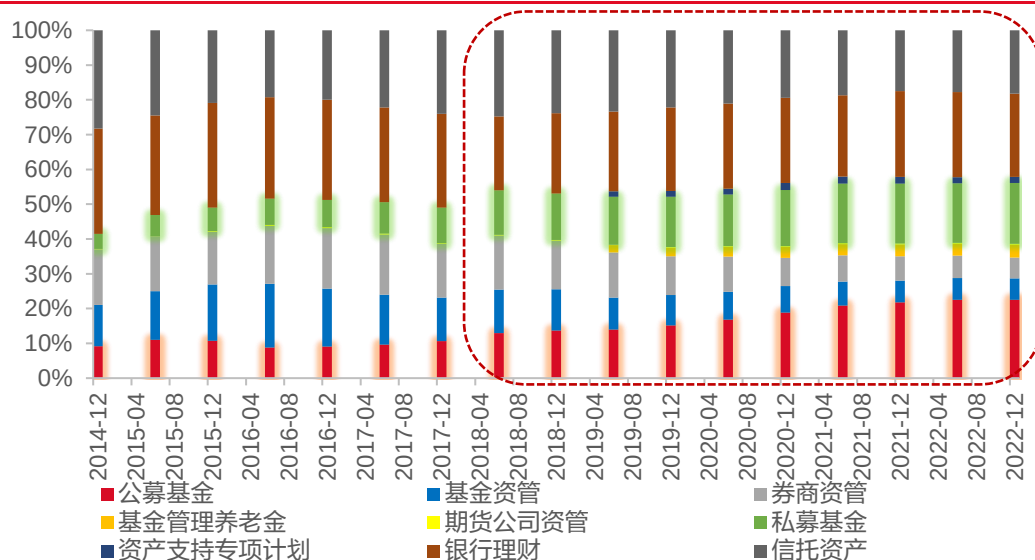
图16 115 万亿大资管产品中，银行理财、公募基金、信托、私募基金均超过 20 万亿


资料来源：证券投资基金业协会、信托业协会、中国理财网、东海证券研究所

注：各类型资管产品规模单位为万亿元，截止日为 2022/12/31

2018 年出台的资管新规对同类资产管理产品监管标准进行了统一，2018-2021 年过渡期，由于普遍存在监管套利、多层嵌套、刚性兑付等问题，信托产品、银行理财、券商资管产品规模增长受到较大负面影响。2022 年为资管新规过渡期结束元年，理财产品全面实施净值化管理，银行理财客户风险偏好受到市场考验，受 3-4 月权益市场大幅波动、11-12 月债市大幅波动，银行理财产品净值大幅回调，银行理财遭遇两次赎回潮。

相比之下，公募基金与私募基金债因为成熟的净值化管理受到负面影响很少。此外，2019 年试点注册制以来，科创板与创业板扩容效应明显，新能源、先进制造业等国家支持产业表现亮眼，公募基金与私募基金规模亦受益于此，在资管行业中的市场份额明显提升。

图17 2018 年以来，大资管产品存续规模中，公募基金与私募基金占比不断上升


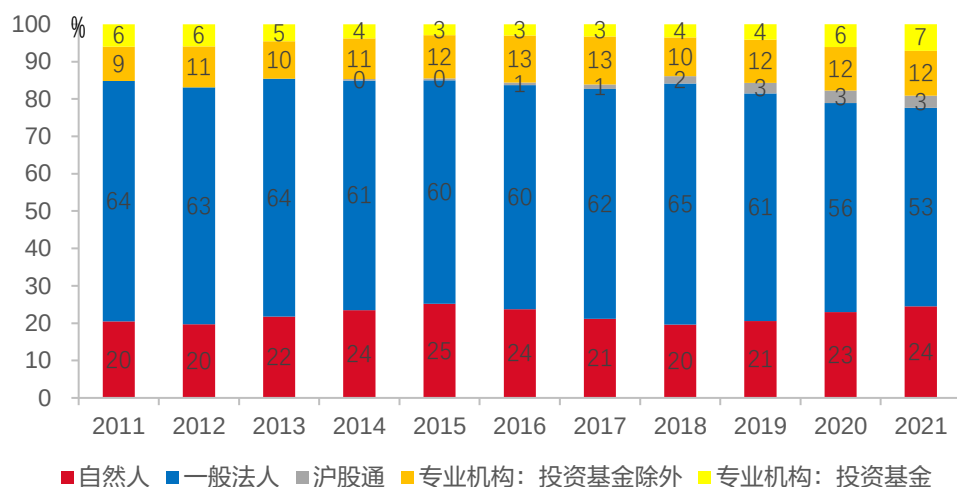
资料来源：证券投资基金业协会、信托业协会、中国理财网、东海证券研究所

证券公司是大资管产业竞争格局重塑的受益者，近年来我国证券公司在资产管理、财富管理、研究业务等大资管产业链细分领域的优势逐步彰显。

资产管理业务优势：近年来，投资基金在股权市场的份额不断提升，2018-2022 年，投资基金持有的上市公司市值（上交所）由 3% 上升至 7%，是 5 类投资者中上升幅度最大

的群体。截至 2022 年末，我国居民存款规模为 120 万亿元，财富管理需求潜力巨大，投资基金实力增强将提升对居民吸引力。券商系公募基金综合实力靠前，尤其在权益投资方面具有明显优势，有望充分受益于公募基金行业市场规模扩大与市场份额提升。

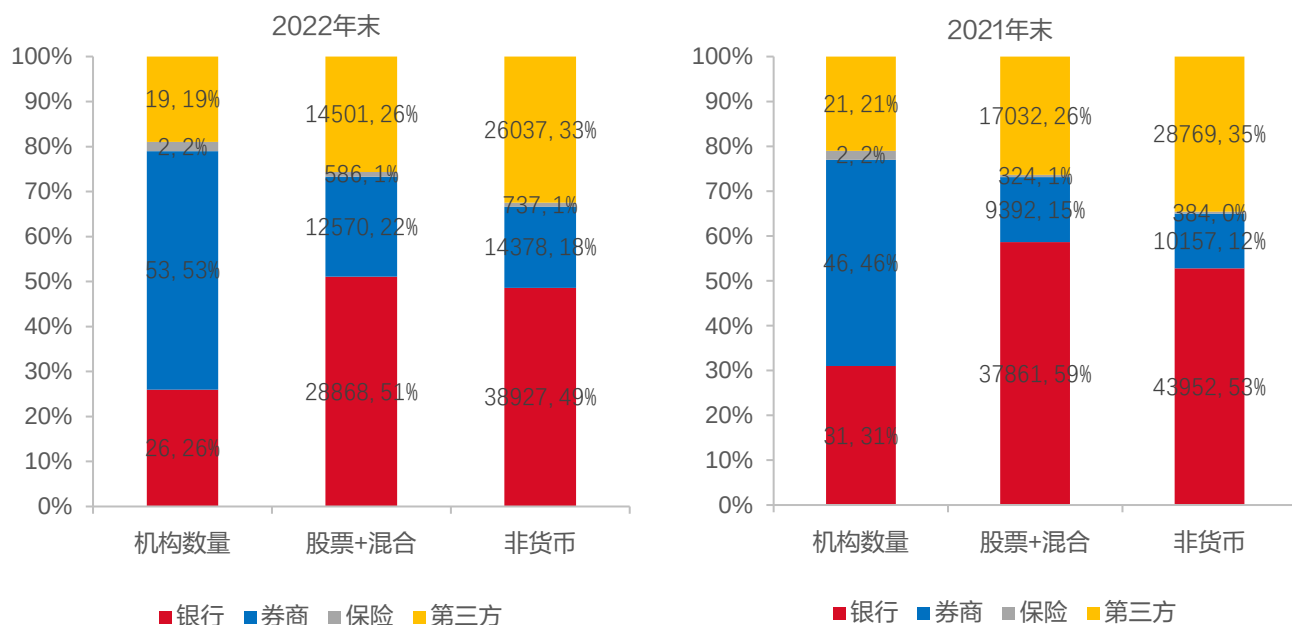
图18 2018-2022 年，投资基金持有上交所公司市值占比持续上升



资料来源：上交所，东海证券研究所

财富管理业务优势体现：券商营业部分布较为广泛，相对于银行理财与信托，券商营业部在权益类资产专业性更强，近年来证券公司基金代销业绩突出，市场份额不断提升。2022 年，公募基金代销前 100 榜单中，证券公司数量达到 53 家，代销股票+混合型基金保有量 1.26 万亿，占比 22%，以上三个指标均较 2021 年明显提升。

图19 2022 公募基金代销前 100 榜单中，证券公司数量占比、代销规模占比较 2021 年明显提升



资料来源：证券投资基金业协会，东海证券研究所

注：图表中的数据标签包含绝对值与占比，绝对值单位为：机构数量（亿元）、股票+混合基金（亿元）、非货币基金规模（亿元）

研究业务优势体现：投研能力对资产管理业务重要性与日俱增，投资基金、银行理财、信托等管理机构投研需求有望增加，券商研究业务将受益。2020 以来，公募基金分仓佣金收入明显提升，2021 年，公募基金分仓佣金达到 222.54 亿元，较 2019 年增加 145.5 亿元。

图20 2020-2021 年公募基金分仓佣金快速增长

资料来源：Wind，东海证券研究所

2.4. 做市业务品种逐步丰富完善

美国券商做市收入占比高的原因在于做市产品种类丰富。美国大型投行在大类资产和细分领域的布局和聚焦各有不同，例如花旗集团做市业务集中于 FICC 类资产，高盛集团做市业务聚焦于权益类领域；美国专业投行则凭借其领先的金融科技优势深耕零售客户市场。

虽然我国做市业务还处在初级阶段，但近年来，我国做市业务品种不断丰富，2019 年以来做市业务扩容有所加快。科创板试点注册制以来，先后推出了期货期权做市业务试点（2019）；进一步扩大做市商制度试点范围，允许更多券商参与做市业务（2021）；推动 ETF 与 REITS 等新品种开展做市业务（2021）；科创板、北交所、交易所债券开展做市业务（2023）。

目前，券商在银行间债券市场、银行间外汇市场、场内外衍生品市场、新三板、科创板、公募 REITS、交易所业务中担任做市商，券商期货子公司在期货交易市场担任做市商。其中，银行间债券市场、场内外权益衍生品市场、新三板、科创板是券商主要的做市市场。衍生品方面，券商在场内权益衍生品做市中扮演重要角色，场外权益类衍生品做市收入快速增长。券商 FICC 做市业务受限较多，目前以固收类为主。随着全面注册制推进，市场成熟度有望提升，投资者对交易制度多样性需求有望提升，券商做市业务发展空间有望打开。

图21 我国金融市场做市业务品种不断丰富

银行间债券	· 2001年实施做市商制度 · 做市业务资格：60家银行+33家券商 · 近年券商交割量占比提升
交易所债券	· 2023年实施做市商制度 · 首批做市业务资管：12家证券公司
商品期货及衍生品	· 2017年实施做市商制度 · 券商以期货子公司参与商品期货合约做市 · 头部为主，中小券商专注细分领域，差异化竞争
金融期货及其衍生品	· 国债期货：2019年实施做市商制度，13家券商 · 股指期货：尚未实行做市商制度 · 期权：现有5个指数期权均实行做市商制度
交易所基金	· 2018年实施做市商制度 · 做市资格：上交所29家+深交所10家
新三板	· 2014年新三板实施做市商制度 · 2023年北交所实施做市商机制
科创板	· 2022年实施做市商交易制度 · 首批做市业务资格：14家证券公司

资料来源：根据公开资料整理，东海证券研究所

3.看好 A50、科创 50 及券商行业投资机会

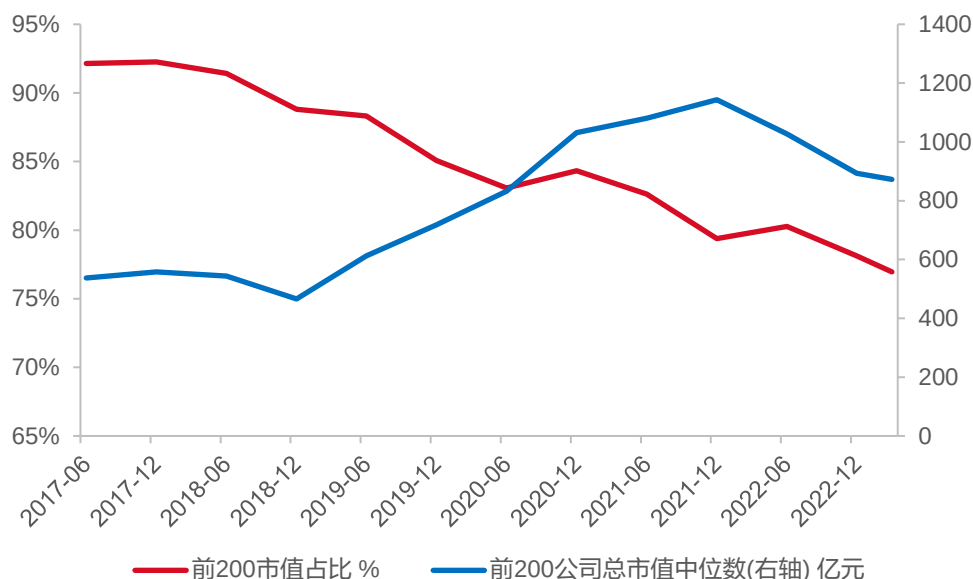
3.1.看好 A50 及科创 50

3.1.1.龙头估值有望得到提升

随着注册制下市场环境的优化，我们认为从资产配置的角度 A 股将迎来以下变化。

外资更青睐大市值公司。北向资金是外资机构持有 A 股最重要的方式，从持仓市值的分布可以看出外资偏向于大市值龙头公司。2023 年 3 月 20 日，北向资金持仓市值排名前 200 的合计占比达到 77.0%，集中度较高。而这 200 家公司的总市值中枢在 870 亿元左右，普遍为龙头公司。

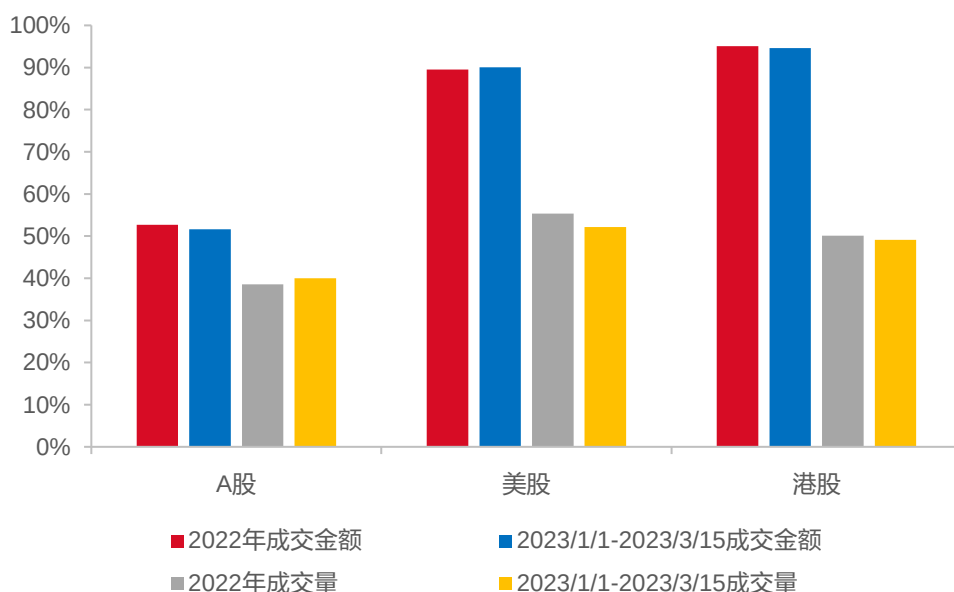
图22 陆股通持仓前 200 市值占比及总市值中枢，%，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

成熟的资本市场大市值公司成交额占比高。与港股以及美股等相对更加成熟的股票市场比较来看，我们发现大市值公司的成交额与成交量占比都要明显高于 A 股，这说明大市值龙头公司受到的资金关注程度相对更高。2022 年全年美股、港股前 20% 市值的公司成交额占比分别为 89.5%、95.0%，同期 A 股为 52.7%；以成交量来测算的话，美股、港股分别为 55.4% 和 50.1%，同期 A 股为 38.6%。

图23 A 股、美股、港股市值前 20% 的公司成交额成交量占比，%

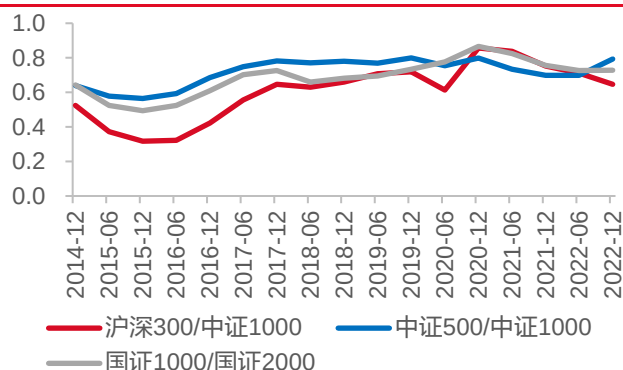


资料来源：Wind，东海证券研究所

龙头公司的估值有望得到提升。以 PE 来看，A 股市场上大市值公司存在一定低估。参考美股来看，罗素 1000 成分与罗素 2000、3000 成分的 PE(TTM)中位数之比长期大于 1，表示美股大市值公司相对小市值公司并不存在折价。反观 A 股，若以沪深 300、中证 500 与中证 1000 做同类型比较，比值长期低于 1，表明 A 股中大市值公司相对于小市值公司估值存在折价。当然这样的折价与 A 股企业类型结构不同于美股有一定关系，总计 4958 家上市公司中中央企国企共有 1338 家，数量占比 27%，市值占比却达到 47%。但央企国企的估值水平长期偏低，未来中国特色估值体系逐步被市场所重视，与龙头公司估值的提升这一逻辑不谋而合。2023 年 3 月 20 日，沪深 300/中证 1000，中证 500/中证 1000，指数成分 PE

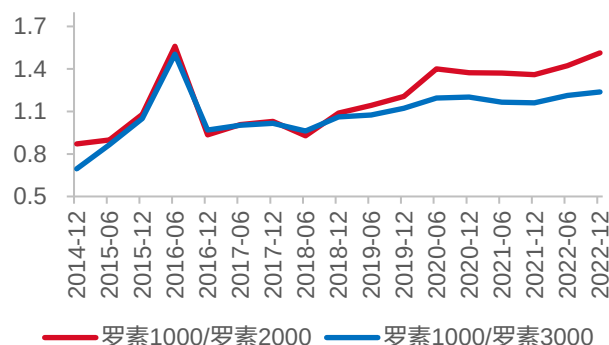
(TTM) 中位数之比分别为 0.76% 和 0.69%。随着 A 股注册制的全面实施，未来大市值公司相对于小市值公司折价率有望降低，龙头估值有望得到提升。

图24 A 股规模指数比值



资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 美股规模指数比值



资料来源：Wind，东海证券研究所

资本市场生态环境改善，龙头估值有望得到提升，看好 A50 的表现。全面注册制下，企业上市的大门将有所扩大，拟上市企业不必再通过借壳的方式来实现弯道超车。但资本市场入口扩大的同时，出口也在同步扩大，以往基本面较差，仅以被借壳的预期存在于市场上的劣质公司将加速退市，针对“壳资源”的炒作也逐步减少。同时投资者结构的变化也将使市场风格更侧重于基本面，业绩稳定性较强的行业龙头价值将凸显。

3.1.2. 资本市场科创属性提升

科技自立自强是国家强盛之基、安全之要。过去十年，我国进入创新型国家行列，创新投入大幅提升，研发投入强度从 2012 年的 1.91% 提升至 2021 年的 2.44%，接近 OECD 国家平均水平。随着全面注册制的实行，上市制度的进一步完善，科创板作为多层次资本市场中支持科技创新企业的重要环节，或将吸引更多此前由于上市条件约束而远赴海外上市的新经济中概股回归，提高上市公司的整体质量。

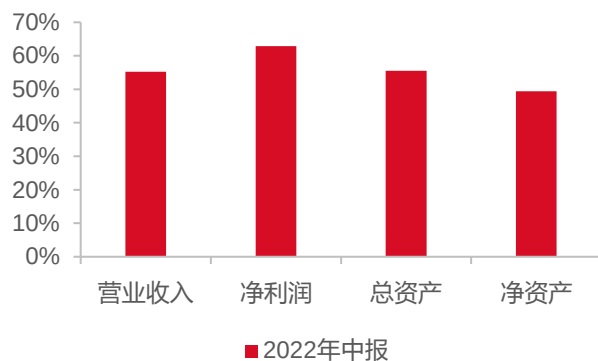
2022 年年底的中央经济工作会议指出，要推动“科技-产业-金融”良性循环。以前“地产模式”可能会向科技引领的产融合作模式转变，资本市场将发挥市场化资源配置的作用，助力科技自立自强，催生更多新技术新产业，自身也获得较好的投资回报，从而形成良性循环。以新一代信息技术、生物技术、高端装备、绿色环保等为代表的战略性新兴产业发展迅速，云计算、大数据、人工智能等数字技术与传统产业深度融合。我们认为，随着经济转向高质量发展，科技属性的长期投资价值明显提升。未来，金融可能会更多地与科技、与产业、特别是与科技引领的产业整合在一起，长期看好科创 50 的投资机会。

3.2. 重点关注券商行业

鉴于前文阐述全面实行注册制对资本市场以及证券行业的影响，我们认为将利好资本规模较大、项目储备较丰富的头部券商以及具备差异化发展特色的券商。

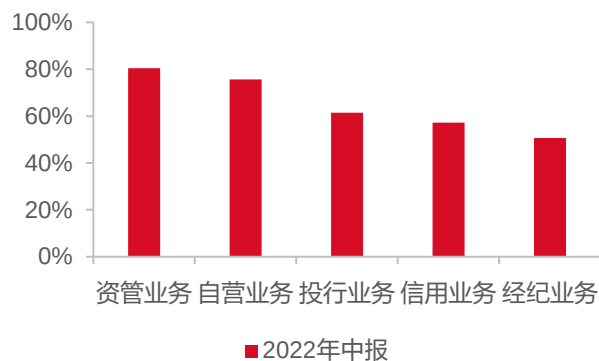
头部券商在规模以及业务层面均具备明显优势。以 Wind 统计口径来看，前十名券商 2022 年中报营收、净利润、总资产、净资产的合计占比分别达到了 55.2%、62.9%、55.5%、49.4%。分业务来看，资管、自营、投行、信用、经纪业务收入前十名券商的合计占比达到 80.4%、75.6%、61.4%、57.2%、50.7%。

图26 2022年中报券商各财务指标前十集中度，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图27 2022年中报券商各业务收入前十集中度，%

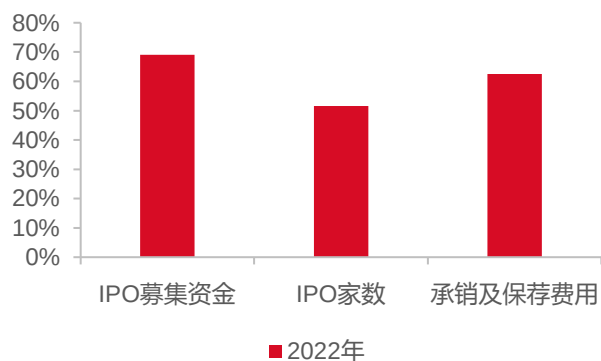


资料来源：Wind，东海证券研究所

全面注册制实施后，企业上市速度有望加快，券商投行业务将直接受益，项目储备丰富的龙头券商以及具有区域竞争优势的券商在 IPO、再融资等业务上或将发挥更大的优势。

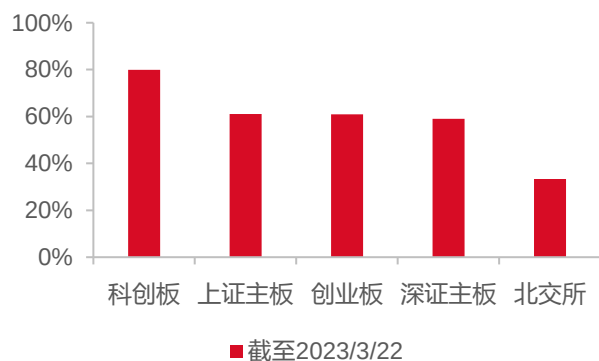
以 Wind 统计口径来看，按 IPO 项目发行日来统计，前十名券商 2022 年 IPO 项目募集资金、IPO 家数以及承销及保荐费用合计占比分别达到了 69%、52%和 63%。截至 2023 年 3 月 22 日，从存量项目上来，前十名券商已报审项目共 476 家，占比达到 61.8%；从板块分布上来看，科创板集中度最高，达到 79.9%，上证主板和创业板分别达到 61.0%和 60.9%。

图28 前十券商 IPO 业务指标集中度，%



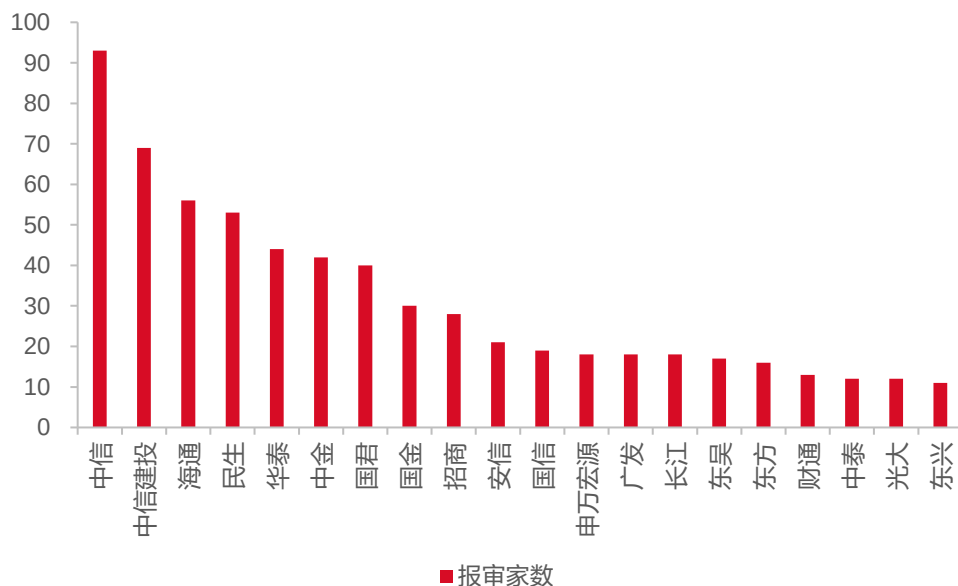
资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 各上市板块前十券商 IPO 报审项目集中度，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 截至 2022 年 3 月 22 日前二十券商 IPO 已报审家数，家

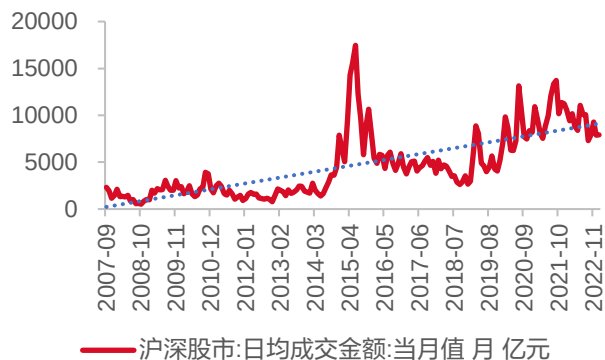


资料来源：Wind，东海证券研究所

增量资金引入，市场蛋糕扩大。全面注册之下，市场生态环境更加健康，制度更加完善，叠加国内经济基本面的向好，以及居民财富配置需求的提升，内外资均有望增加中长期资金的入市。成交量规模的增加，基金规模的扩大，对券商财富业务有支撑，同时投资者结构向机构化方向发展以及分仓佣金收入的增加也对研究业务的长期健康发展有利。

两融标的扩容，业务规模有望放大。全面注册制下，两融标的也有望迎来扩容，增加市场供给，两融覆盖率将得到进一步的提升。同时作为重资本业务，具有资本金规模优势的头部券商发挥优势的空间更大，两融业务集中度可能有所提高。

图31 A 股日均成交金额，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

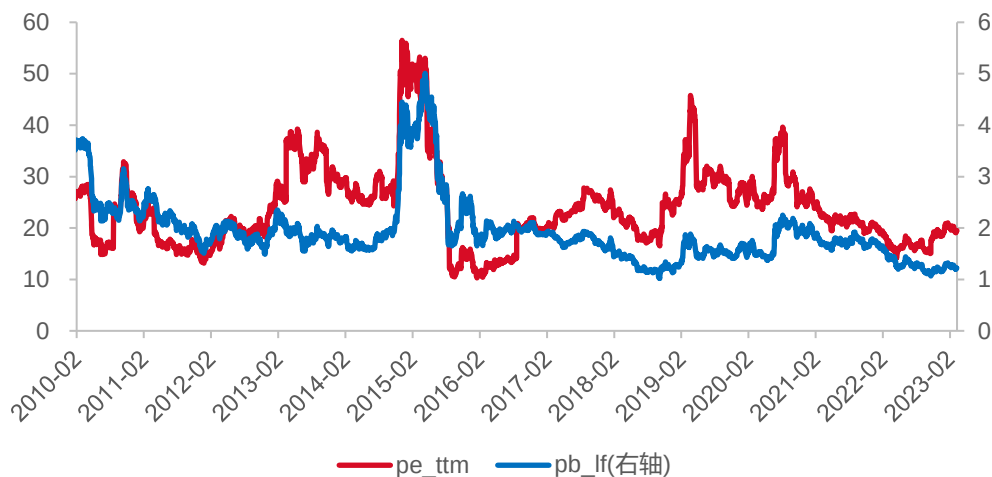
图32 两融余额及标的数量，亿元，只



资料来源：Wind，东海证券研究所

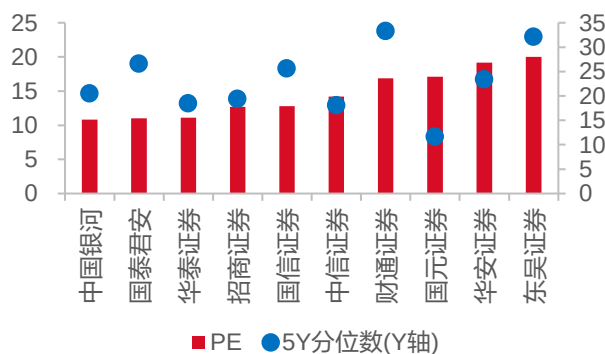
券商估值处于低位。截至 2023 月 3 月 21 日，券商行业 PE(TTM)为 19.49 倍，5 年分位数水平 28.0%，PB 为 1.22 倍，5 年分位数水平为 15.4%，总体来看估值处于历史相对低位。发展直接融资市场，提高直接融资市场比例，发挥金融支持实体经济的作用是长期的发展方向，券商目前边际较高，全面注册制下有望迎来业绩以及估值的双重提升。

图33 券商行业 PE 及 PB 估值（申万二级行业指数）



资料来源：Wind，东海证券研究所

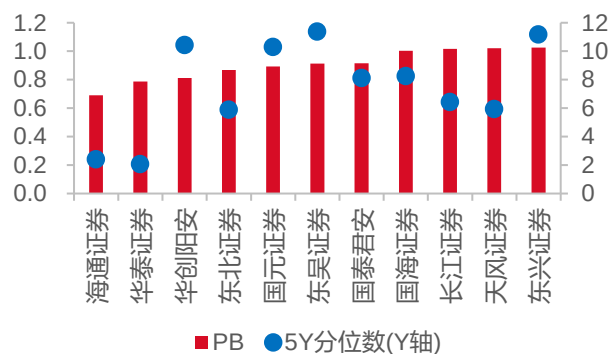
图34 上市券商 PE 及 5 年分位数水平，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

剔除 PE 为负，剔除 5Y 分位数高于中位数水平，取 PE 前十

图35 上市券商 PB 及 5 年分位数水平，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

剔除 5Y 分位数高于中位数水平，取 PB 前十

4.风险提示

全面注册制政策效果低于预期，触发退市标准的壳资源股未能及时退市，市场环境改善改善程度有限。

中美关系存在不确定性，美国政策的变化或将影响外资的流入。

欧美银行业风险大幅扩散，导致全球金融出现系统性风险，进而影响国内市场。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089