

2022年05月05日

行业研究●证券研究报告

证券

行业动态分析

上市券商 2022 中期业绩展望

投资要点

◆ **上市券商 2021 年及 Q122 季报综述：**2021 年实现营收 6410.33 亿元、同比+22.3%，实现归母净利润 1983.57 亿元、同比+31.5%，平均 ROE9.8%（vs 2020 8.5%）。Q122 实现营收 975.08 亿元、同比-29.7%、环比-42.4%，实现归母净利润 250.92 亿元、同比-43.4%、环比-42.6%。分业务条线来看：

经纪：Q122 日均股基交易同比上升但经纪收入同比下降，显示佣金率有所降低，经纪业务价格战或将继续。特别提醒东财经纪市占率的快速提升。对行业而言，财富管理、机构经纪业务是经纪业务分化的主要方向，头部券商的布局更为领先。

信用：Q122 行情急速下跌之下投资者风险偏好有所降低，短期对使用杠杆将更为谨慎，利息净收入承压态势或将持续。

投行：以“三中一华”为代表的头部券商保持较高的市占率和丰富的项目储备，投行实力出众。在资本市场扩容的大背景下，IPO 保持常态化概率较大，券商投行收入受市场影响较小，投行实力出众的券商有望走出 α 行情。

资管：集合资管规模加速增长，券商向主动管理转型马不停蹄。参控股公募基金对券商业绩的贡献已较为明显。头部券商资管规模大、投研实力强、管理效率高，并且旗下公募基金市占率高，资管综合优势较为领先。

投资：Q122 上市券商有效杠杆率 3.98x（vs 2020、2021 分别 3.79x、3.99x）。券商投资收益自使用新会计准则后波动性加大。头部券商正通过发展场外衍生品业务等方式促进非方向性投资业务发展，以期降低业绩波动性。

管理费用：管理费用是当前券商最主要的支出项，就 Q122 趋势而言，中小型券商面对管理费用率提升的压力大于大型券商。

◆ **上市券商 Q222 及中期业绩展望：**在当前市场面临的风险因素不发生超预期负面变化的情况下，我们认为 Q222 经营业绩或将边际好转。假设 Q222 市场交易活跃度与 4 月相当，日均股基交易额约 9500 亿元，两融余额约 1.5 万亿元；Q122 末相比 Q121 末，万得全 A 指数上涨 5%，中债全指上涨 1%，我们预计 Q222 上市券商归母净利润环比增幅约 20%，同比降幅约 39%，H122 同比降幅约 41%。

◆ **投资建议：**根据我们对上市券商 2021 年报和 Q122 季报的总结，我们认为财富管理、机构经纪、大投行、大资管等业务条线值得重点关注；根据我们对二季度及中期的展望，我们认为 Q222 投资业务对业绩的显著拖累或将边际改善；经纪、两融业务或将保持平稳发展态势；资管业务有望恢复增长；投行业务则受市场影响较小，在资本市场改革推进的大背景下持续稳定开展。截至 4 月 30 日，证券行业 PB（MRQ）1.25x，行业内已有 35 家 PB（MRQ）低于 1.50x。我们基于各公司的业务特点及估值水平，依次推荐东财、广发、建投、华泰、中金。

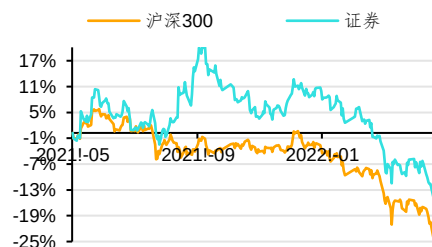
◆ **风险提示：**资本市场景气度下滑、波动加剧，同业竞争加剧，政策风险等。

投资评级

领先大市-A 维持

首选股票	评级
300059	东方财富 买入-B
000776	广发证券 买入-A
601066	中信建投 买入-B
601688	华泰证券 买入-A
601995	中金公司 买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.55	3.55	3.55
绝对收益	-17.10	-17.10	-17.10

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人

王德坤

wangdekun@huajinsec.cn

相关报告

证券：2021 年券商分类评级结果快评
2021-07-26

证券：证券行业中期策略 2021-06-30

证券：证券行情有望持续，建议关注
2021-05-30

证券：证券公司股权管理新规点评
2021-03-22

证券：市场持续火热，板块春季行情躁动中
2021-01-12

内容目录

一、上市券商业绩综述	3
(一) 2021 年报综述	3
(二) Q122 季报综述	4
二、财务报表项目逐项解析	5
(一) 收入结构及资产结构	5
(二) 主营业务收入项目分析及展望	6
1、经纪业务：交易活跃度未见明显下降，佣金率小幅回升但难持续	6
2、信用业务：两融余额下降，股票质押减值风险释放	6
3、投行业务：资本市场改革推进下 α 属性增强，头部券商仍领衔	8
4、资管业务：集合资管规模增速较快，旗下公募业绩贡献值得关注	9
5、投资业务： β 属性较强，成影响业绩的关键	11
(三) 营业支出：管理费用成最主要支出项	11
三、上市券商 Q220 及中期业绩展望	12
四、投资建议	13
风险提示	13
附表	14

一、上市券商业绩综述

表 1：上市券商¹2021 年及 Q122 财务数据（单位：亿元）

项目	2021	同比	占比	Q122	同比	环比	占比
营业收入	6,410.33	22.3%	100.0%	975.08	-29.7%	-42.4%	100.0%
经纪收入	1,380.72	20.3%	21.5%	299.40	-5.1%	-12.1%	30.7%
投行收入	621.16	6.5%	9.7%	139.04	15.0%	-34.7%	14.3%
资管收入	499.13	28.2%	7.8%	111.98	-2.3%	-25.0%	11.5%
投资收入	1,661.00	13.3%	25.9%	-19.13	-105.8%	-104.7%	-2.0%
利息净收入	600.75	12.3%	9.4%	132.81	-7.7%	-3.4%	13.6%
其他	1,647.57	47.2%	25.7%	310.97	-14.2%	-29.5%	31.9%
营业支出	3,889.19	18.9%	-	681.45	-17.4%	-39.3%	-
管理费用	2,559.01	20.4%	-	473.42	-14.6%	-35.8%	-
资产+信用减值	105.09	-68.5%	-	-2.51	-120.3%	-103.6%	-
营业利润	2,567.88	28.9%	-	306.75	-46.2%	-45.3%	-
归母净利润	1,983.57	31.5%	-	250.92	-43.4%	-42.6%	-

资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）2021 年报综述

上市券商 2021 年归母净利润同比+31.5%，高于证券行业整体的+21.3%。上市券商 2021 年实现营收 6410.33 亿元、同比+22.3%，归母净利润 1983.57 亿元、同比+31.5%，业绩表现高于+21.3%的行业平均水平。归母净资产 2.15 万亿元、同比+12.5%。平均 ROE 9.8%，盈利能力高于 7.8%的行业平均水平。根据中证协数据，2021 年证券业共实现营收 5,024.10 亿元、同比+12.0%，净利润 1911.19 亿元、同比+21.3%，行业净资产 2.57 万亿元、同比+11.34%，行业平均 ROE 7.83%，较上年的 7.28%提升 55BP。

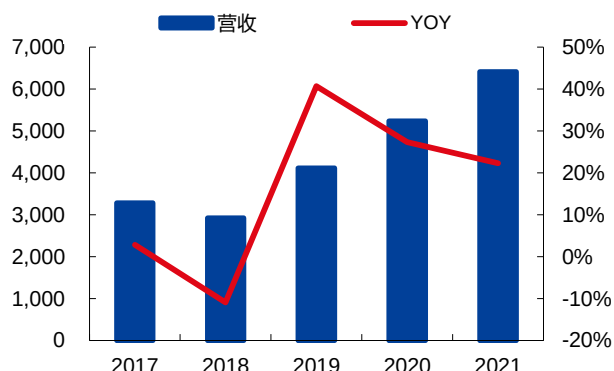
业绩变动原因来看，市场景气度较高、交投活跃度较高是驱动上市券商业绩增长的主要原因，此外股票质押业务减值影响减小也有较大贡献。值得重点关注的是，资管收入同比+28.2%，表现出较高的弹性，一方面系券商向主动管理转型持续推进，另一方面系券商系公募基金业绩表现较佳。分部业务增速：经纪+20.3%、投行+6.5%、资管+28.2%、投资+13.3%、利息+12.3%、其他+47.2%；分部业务占比：经纪 21.5%、投行 9.7%、资管 7.8%、投资 25.9%、利息 9.4%、其他 25.7%。其中其他业务收入增速较高主要系券商系期货风险子公司大宗商品交易业务活跃，这一业务毛利率低，利润贡献小。支出端来看，管理费用同比+20.4%，与营业收入、营业支出增速基本匹配；资产减值+信用减值同比-68.5%，显示股票质押业务风险释放较为充分。

上市券商中，中原证券（+392.0%）、东方证券（+97.3%）、东方财富（+79.0%）归母净利润同比涨幅最高²，华林证券（-40.5%）、华西证券（-14.1%）、第一创业（-8.3%）归母净利润同比涨幅最低，太平洋证券实现扭亏为盈。

¹ 上市 42 家券商，详见附表

² 剔除太平洋扭亏为盈（2020/2021 年归母净利润-7.61/1.21 亿元）

图 1：上市券商营收变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：上市券商归母净利润变化（单位：亿元）

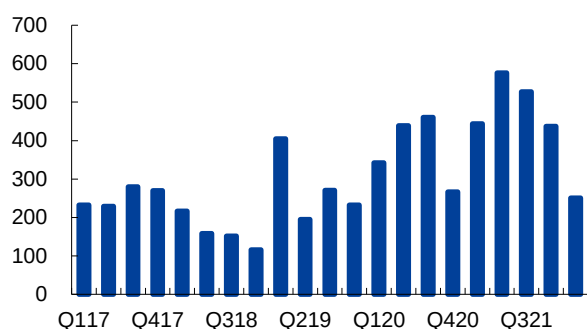


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）Q122 季报综述

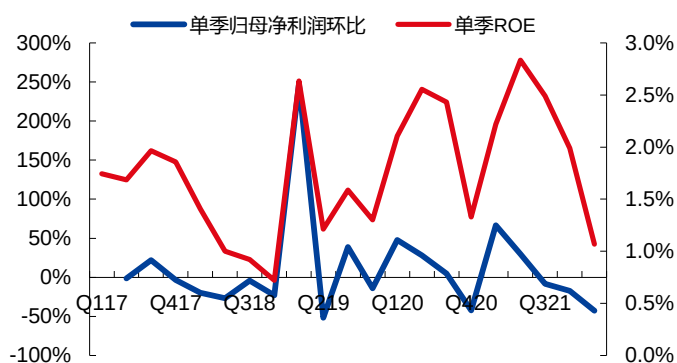
2022 年一季度，上市券商实现营收 975.08 亿元、同比-29.7%、环比-42.4%，归母净利润 250.92 亿元、同比-43.4%、环比-42.6%，归母净资产 2.22 万亿元、较年初+3.6%。上市券商一季度平均 ROE 1.1%，盈利能力明显下降。

图 3：上市券商单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：上市券商单季归母净利润环比与 ROE



资料来源：Wind，华金证券研究所

业绩变动原因来看，一季度市场快速下跌之下，上市券商仅投行收入录得正增长，其余各项业务呈不同幅度的下滑。分部收入增速：经纪-5.1%、投行+15.0%、资管-2.3%、投资-105.8%、利息-7.7%、其他-14.2%；分部收入占比：经纪 30.7%、投行 14.3%、资管 11.5%、投资-2.0%、利息 13.6%、其他 31.9%。市场下跌之下成交活跃度并未明显下降，上市券商经纪收入、利息净收入下降幅度较小。投资收入严重拖累了上市券商业绩：上市券商投资资产主要为公募基金、股票、债券等，因此投资收益受市场冲击较为明显。

上市券商中，仅 5 家实现归母净利润正增长，38 家负增长、其中 8 家由盈转亏。第一创业(+421.8%)、太平洋(+97.7%)、国联证券(+20.1%) 归母净利润同比涨幅最高，红塔证券(-407.1%)、天风证券(-194.8%)、东北证券(-176.6%) 归母净利润同比涨幅最低。

二、财务报表项目逐项解析

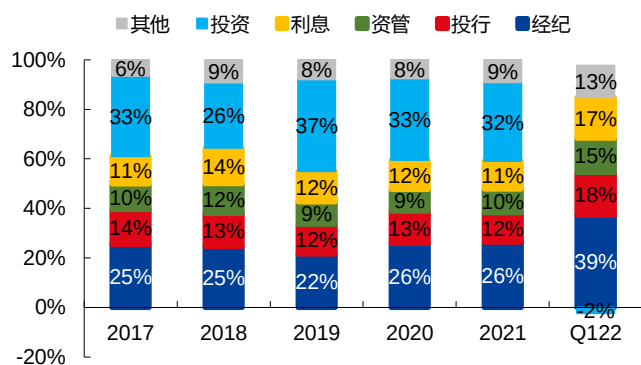
（一）收入结构及资产结构

因为其他业务收入主要源自券商系期货风险子公司的大宗商品交易业务，该业务收入高但毛利率低，直接比较不利于准确分析，因此我们将营业收入中的“其他业务收入”与营业支出中的“其他业务成本”合并为“其他业务净收入”进行分析，以更加准确地描述上市券商的收入结构。

上市券商 2021 年收入结构中，投资收入仍然居首，占比与 2020 年基本持平。经我们调整后的收入结构为：经纪 26.4%、投行 11.9%、资管 9.5%、利息 11.5%、投资 31.7%、其他 9.1%。2021 年市场风格为与 2020 年类似的结构化行情，券商各项业务收入占比亦未发生较大变化。上市券商中，投资业务贡献比前三为：红塔证券(80.0%)、山西证券(56.0%)、天风证券(48.8%)。

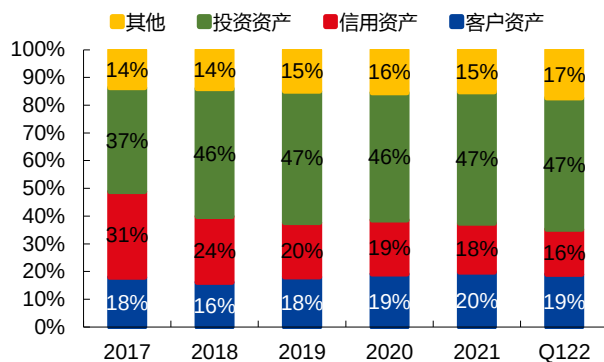
Q122 面临市场遭遇较为剧烈的调整，投资收入占比急速下降其他各项业务占比均有所提升，Q122 收入结构：经纪 39.0%、投行 18.1%、资管 14.6%、利息 17.3%、投资-2.0%、其他 13.4%。

图 5：上市券商近 5 年收入结构变化



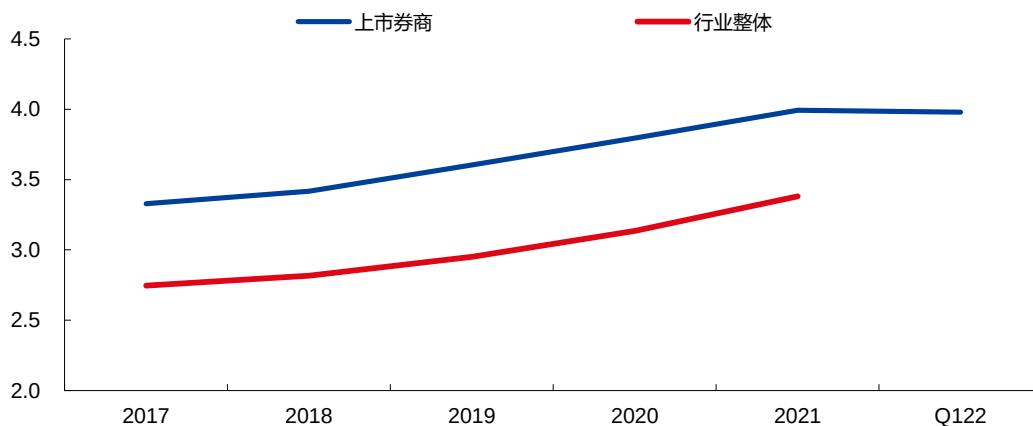
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：上市券商近 5 年资产结构变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：上市券商有效杠杆率变化



资料来源：Wind，中证协，华金证券研究所

资产结构方面，上市券商 2021 年及 Q122 信用资产（融出资金+买入返售）占比持续下降，投资资产、客户资产基本持平。截至 Q122 末，上市券商资产结构为：客户资产 19.0%、信用资产 16.3%、投资资产 47.4%、其他 17.4%。从资产结构的稳定性来看，Q122 末上市券商的有效杠杆率（剔除客户保证金）为 3.98x，2021 年末为 3.99x、高于行业平均水平 3.38x。上市券商内部差异较大，Q122 末有效杠杆率前三为：中金公司 6.33x、申万宏源 5.32x、国泰君安 4.74x，后三为：东方财富 2.23x、红塔证券 2.00x、太平洋 1.31x。

（二）主营业务收入项目分析及展望

1、经纪业务：交易活跃度未见明显下降，佣金率小幅回升但难持续

2018 年起，伴随股市行情修复，日均股基交易额年年创新高，2021 年及 2022 年一季度市场保持较高的交易活跃度。2021 年、Q122 日均股基交易额分别 1.14 万亿元、1.09 万亿元，同比+26.4%、+6.7%，Q122 市场大幅调整下交易额未受到明显影响，仍保持正增长。此外，2021 年行业净佣金率略有反弹，但由于券商其他各项业务均取得良好增长，经纪业务占比未明显增加。考虑到 Q122 交易额同比增长但经纪收入同比下降，我们判断 Q122 净佣金率在 2021 年基础上下降，并且行情遇冷情形下 2022 年全年延续下降的概率较大。整体而言，后续经纪业务实现量“稳”价“跌”的概率较大。

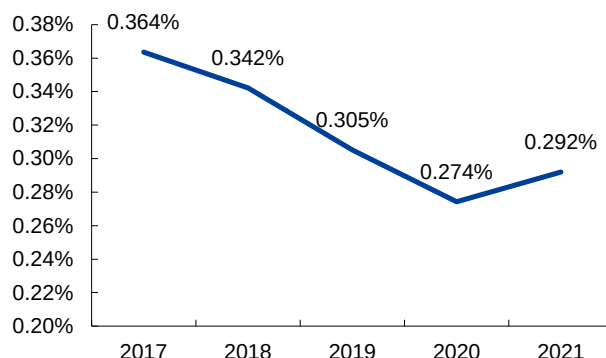
上市券商中，Q122 经纪业务同比涨幅前三分别为：东方财富(+29.0%)、浙商证券(+21.0%)、东吴证券(+16.3%)。东财经纪收入增幅出众，我们判断主因系其市占提升。东财互联网流量庞大且活跃，我们认为其市占提升的过程仍在进行中，经纪业务的良好成长性也能够为东财估值提供支撑。对于行业整体而言，在机构化进程中，机构经纪和财富管理将是经纪业务实现分化的关键，而当前头部券商对机构经纪与财富管理的布局更为领先，未来的经纪业务竞争格局或更有利于头部券商。

图 8：2021 年及 Q122 日均股基交易额下降（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：行业净佣金率在 2021 年止跌回升



资料来源：Wind，中证协，华金证券研究所

2、信用业务：两融余额下降，股票质押减值风险释放

上市券商 2021 年利息净收入 600.75 亿元、同比+12.3%，Q122 利息净收入 132.81 亿元、同比-7.5%、环比-3.4%。两融业务发展与市场节奏基本一致，两融余额自 Q421 起逐步下降，2021 年日均两融余额 1.77 万亿元、同比+36.5%，Q122 日均两融余额 1.74 万亿元，同比+4.0%、环比-5.9%。市场大幅回调之下，投资者风险偏好有所降低，因此杠杆使用偏好亦有所降低，在市场未回暖时两融余额或将延续缓慢下降的趋势，上市券商利息净收入增长面临一定压力。股票质押业务在 2021 年风险释放较为充分，上市券商资产减值+信用减值 105.09 亿元、同比-68.5%，上市券商资产质量改善。此外，股票质押业务规模也在稳步降低，Q122 末市场质押股数 4152.47 亿股、占总股本比重 5.52%，预计后续股票质押业务规模下降趋势将持续。

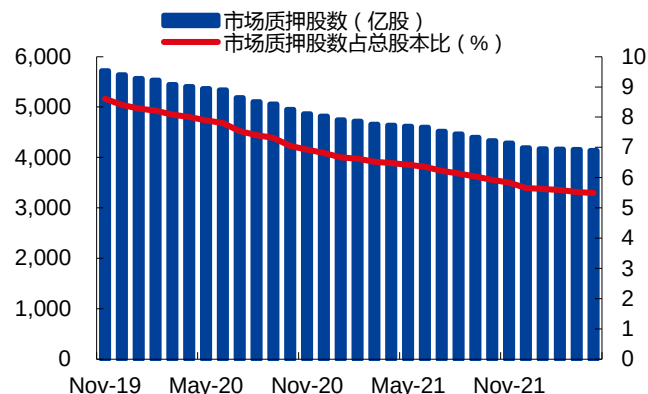
从成本角度看，2021 年 10 年期国债收益率持续下行。Q122 起，面对美联储加息下的资本外流压力，10 年期国债收益率并未延续下行趋势，反而略有上升。另一方面，当前我国宏观经济下行压力仍较大，叠加 2022 年 GDP 已明确设定 5.5% 的增长目标和全国各地疫情扩散对经济增长的负面影响，市场对货币政策宽松预期较高。整体而言，行业融资成本的下行概率大于上行概率。

图 10：两融余额走势（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：两市质押走势（单位：亿股）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：10 年期国债收益率自 2021 年呈下滑趋势，但 Q122 略有回升（单位：%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

3、投行业务：资本市场改革推进下 α 属性增强，头部券商仍领衔

上市公司 2021 年投行收入 621.16 亿元、同比+6.5%，Q122 139.04 亿元、同比+15.0%，Q122 投行收入实现逆市增长。Q122 券商股承、债承表现均良好，尤其是 IPO 承销 1326.80 亿元、同比+61.5%，很大程度上支撑了投行收入同比增长。债券承销主要由地方政府债带动，Q122 地方政府债承销额 5432.24 亿元、同比+146.5%，而公司债、ABS 承销较为低迷。

做大做强资本市场仍然是资本市场发展的主题，券商投行业务受益最为直接。IPO 若保持常态化，则投行业务可支撑券商业绩稳步增长。其中，IPO 储备丰富、市占率较高的头部券商受益更为明显。

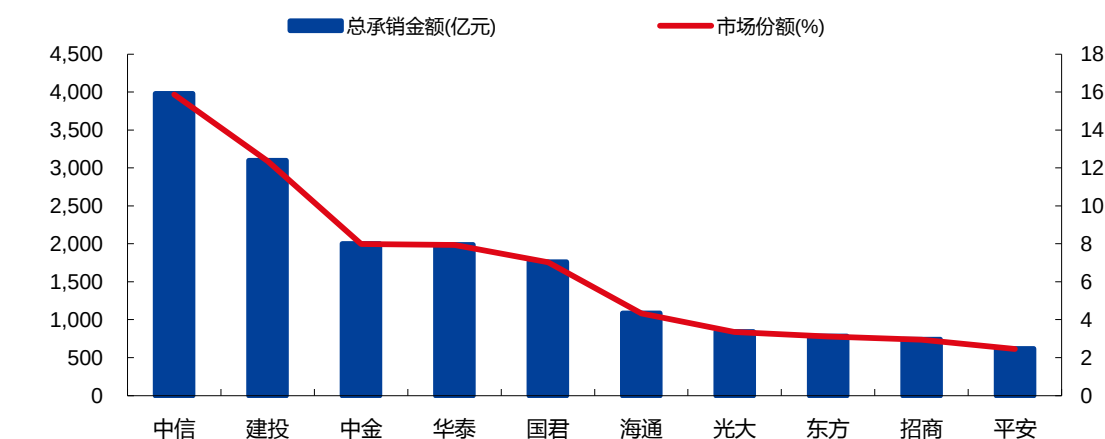
Q122，上市券商投行收入同比增速前三：东兴证券（+220.5%）、中信建投（+95.4%）、国联证券（+91.4%）。就承销额来看，IPO 承销额前三：建投（275.80 亿元）、海通（181.69 亿元）、中信（159.17 亿元），再融资承销前三：建投（376.05 亿元）、中信（375.95 亿元）、华泰（196.56 亿元），债券承销前三：中信（3979.17 亿元）、建投（3097.97 亿元）、中金（2002.77 亿元）。

表 2：Q122 券商承销明细（单位：亿元）

项目	Q122	Q121	YOY
IPO	1,326.80	821.74	61.5%
再融资	2,205.90	2,270.78	-2.9%
债券承销	25,072.69	23,193.66	8.1%
地方政府债	5,432.24	2,203.55	146.5%
金融债	6,103.69	4,788.38	27.5%
企业债	974.97	894.79	9.0%
公司债	7,478.13	8,453.76	-11.5%
ABS	2,285.81	4,668.01	-51.0%

资料来源：Wind，华金证券研究所

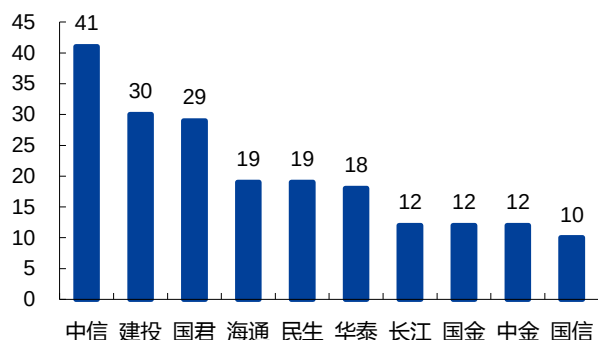
图 13：债承市场总份额



资料来源：Wind，华金证券研究所

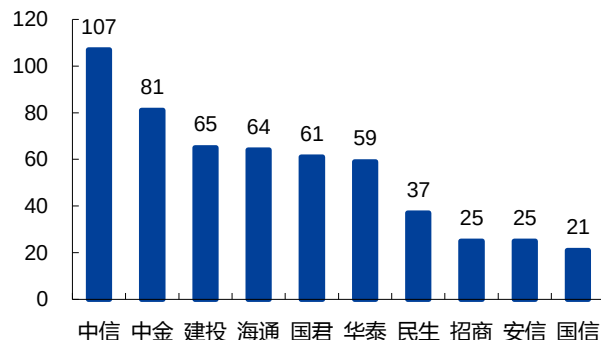
头部券商的 IPO 储备仍位居领先地位，截至 4 月末，IPO 储备³前三：中信（41 家）、建投（30 家）、国君（29 家）。头部券商在科创板业务开展方面依然处领先地位，截至 4 月末，科创板累计服务家数前三：中信（107 家）、中金（81 家）、建投（65 家）。

图 14：IPO 储备 TOP10



资料来源：Wind，华金证券研究所。数据截至 4 月末

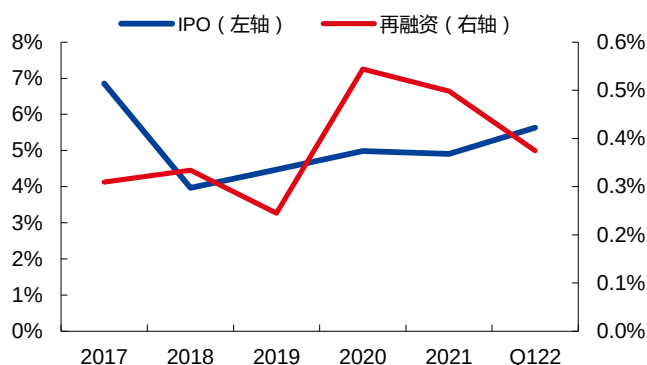
图 15：科创板服务家数 TOP10



资料来源：Wind，华金证券研究所。数据截至 4 月末

承销费率方面，2021 年 IPO 承销费率 4.90%、同比-9BP，Q122 回升至 5.64%。再融资承销费率在 2020 年反弹后 2021 年再次进入下跌趋势，2021 年下降 5BP 至 0.50%，Q122 进一步下滑至 0.37%。IPO 件均融资额保持上升趋势，2021 年上升至 10.17 亿元，Q122 进一步上升至 13.27 亿元。IPO 件均融资额提升显示投行大项目化的态势持续，头部券商的领先优势继续得到巩固。

图 16：IPO 及再融资承销费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：IPO 件均融资额



资料来源：Wind，华金证券研究所

4、资管业务：集合资管规模增速较快，旗下公募业绩贡献值得关注

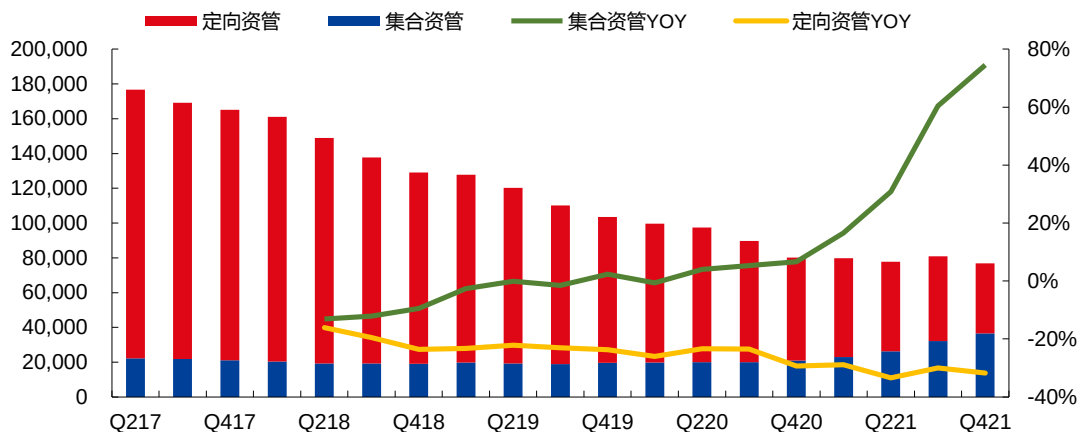
资管新规颁布后定向资管规模持续压缩，集合资管则加速增长，反映券商向主动管理的持续推进。截至 Q421 末，集合资管规模 3.65 万亿元、定向资管规模 4.04 万亿元。2021 年末券商资管规模前三：中信（16257 亿元）、中银（7551 亿元）、华泰（5186 亿元）。资管业务竞争点

³ 状态：已受理、已问询、已反馈、已预披露更新。

在于管理规模、投研能力、管理效率等，头部券商各项优势较为明显，因此资管业务收入集中度较高，头部券商占据了行业大部分收入。

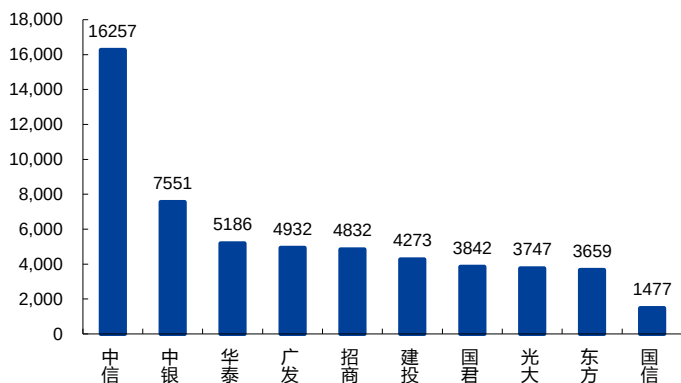
上市券商中，2021 年资管收入前三：中信（117.02 亿元）、广发（99.46 亿元）、华泰（37.73 亿元）。Q122 资管收入前三：中信（27.76 亿元）、广发（23.40 亿元）、华泰（9.79 亿元），中信和广发遥遥领先同业。

图 18: 券商资管规模变化 (单位: 亿元)



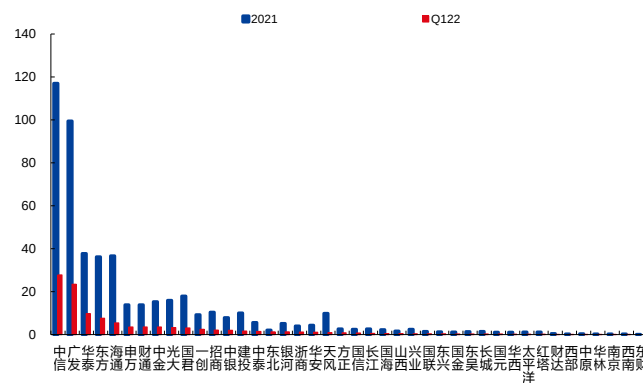
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 2021 年末券商资管规模 TOP10 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 上市券商 2021 年及 Q122 资管收入比较 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

券商系公募逐步成为券商大资管业务中的亮点。广发证券旗下的易方达基金、广发基金，东方证券旗下的汇添富基金，招商证券旗下的招商基金、博时基金，均已对各自券商母公司形成了较为明显的业绩贡献。

表 3: 上市券商旗下公募基金利润贡献 (单位: 亿元)

券商	基金	持股比例	2021 年利润贡献 ⁴	2020 利润贡献	2021 占比 ⁵	2020 占比
广发	易方达	22.65%	24.49	16.17	22.6%	16.1%
	广发	54.53%				

⁴ 利润贡献等于旗下基金公司当年净利润乘以持股比例之和

⁵ 占比=基金利润贡献/券商归母净利润

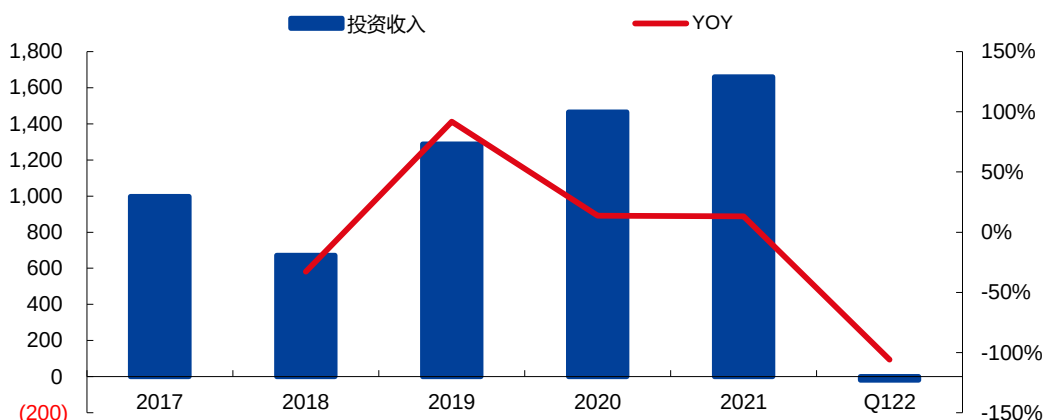
券商	基金	持股比例	2021 年利润贡献 ⁴	2020 利润贡献	2021 占比 ⁵	2020 占比
东方	汇添富	35.40%	11.55	9.08	21.5%	33.4%
招商	招商博时	45% 49%	15.93	10.18	13.7%	10.7%
华泰	南方华泰柏瑞	41.16% 49%	10.93	7.44	8.2%	6.9%
海通	富国海富通	27.78% 51%	9.83	6.52	7.7%	6.0%
中信	华夏	62.20%	14.38	9.94	6.2%	6.7%
国君	华安	28%	2.82	1.99	1.9%	1.8%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

5、投资业务: β 属性较强, 成影响业绩的关键

上市券商 2021 年实现投资收入 1661.00 亿元、同比+13.3%, Q122 实现投资收入-19.13 亿元、同比-105.8%、环比-104.7%, 成为 Q122 上市券商业绩的主要拖累项。自 2019 年上市券商采用新会计准则后, 交易性金融资产占比提升, 投资收益波动程度加大, 对券商短期业绩的影响也更加明显。截至 Q122 末, 上市券商投资资产达 5.25 万亿元、占行业总资产比重 47.4%, 在市场波动幅度较大的情形下, 如何充分利用金融工具降低投资收益波动性对未来券商盈利的影响较为关键。

图 21: 上市券商投资收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

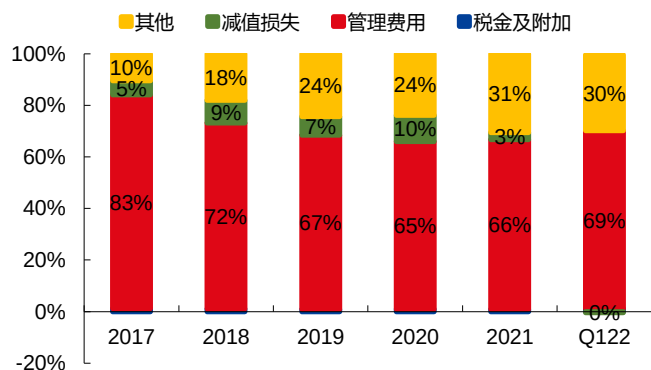
(三) 营业支出: 管理费用成最主要支出项

2021 年上市券商整体营业支出 3889.19 亿元、同比+18.9%, 管理费用率 48.8%、同比+1.1pct。2021 年, 股票质押业务导致的减值损失大幅降低, 减值损失占营业支出比重从 2020 年的 10.2% 降至 2.7%, 一定程度上促进了券商业绩改善。Q122 上市券商整体营业支出 681.45 亿元、同比-17.4%、环比-39.3%, 管理费用率 61.7%, 提升较为明显, 税金及附加、减值损失对营业支出的贡献已非常之小, 管理费用成为最主要的支出项。

综合来看，Q122 上市券商各项主营业务表现不佳是拖累业绩的主要因素，但管理费用率的提升也对业绩表现产生了较大的负面影响，从而造成上市券商 Q122 归母净利润降幅远超营收降幅。

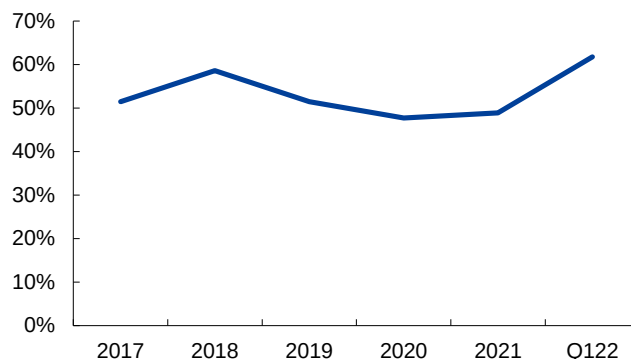
上市券商中，Q122 管理费用率最低的三家为：国泰君安（46.8%）、中信证券（47.5%）、招商证券（48.2%），管理费用最高的三家：西南证券（868.4%）、国元证券（218.8%）、东北证券（178.7%）。中小券商管理费用提升的压力显著超过大型券商。

图 22：上市券商营业支出结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 23：上市券商管理费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、上市券商 Q220 及中期业绩展望

上市券商 2021 年及 Q122 财报综述：2021 年实现营收 6410.33 亿元、同比+22.3%，实现归母净利润 1983.57 亿元、同比+31.5%，平均 ROE9.8%(vs 2020 8.5%)。Q122 实现营收 975.08 亿元、同比-29.7%、环比-42.4%，实现归母净利润 250.92 亿元、同比-43.4%、环比-42.6%。投资收入仍是上市券商业绩弹性的主要动因，分业务条线来看：

经纪：Q122 日均股基交易同比上升但经纪收入同比下降，显示佣金率有所降低，经纪业务价格战或将继续进行。特别提醒东财经纪市占率的快速提升。对行业而言，财富管理、机构经纪业务是经纪业务分化的主要方向，头部券商的布局更为领先。

信用：Q122 行情急速下跌之下投资者风险偏好有所降低，短期对使用杠杆将更为谨慎，利息净收入承压态势或将持续。国内货币政策需考虑因素较多，但融资成本下行概率大于上行概率。

投行：以“三中一华”为代表的头部券商保持较高的市占率和丰富的项目储备，投行实力出众。在资本市场扩容的大背景下，IPO 保持常态化概率较大，则券商投行收入受市场影响较小，投行实力出众的券商有望走出 α 行情。

资管：集合资管规模加速增长，券商向主动管理转型马不停蹄。参控股公募基金对券商业绩的贡献已较为明显。头部券商资管规模大、投研实力强、管理效率高，并且旗下公募基金市占率高，资管综合优势较为领先。

投资：Q122 上市券商有效杠杆率 3.98x (vs 2020、2021 分别 3.79x、3.99x)。券商投资收益自使用新会计准则后波动性加大。头部券商正通过发展场外衍生品业务等方式促进非方向性投资业务发展，以期降低业绩波动性。

管理费用：2021 年上市券商管理费用率小幅提升，对归母净利润影响尚不明显。Q122 上市券商管理费用率大幅提升至 61.7%，使得归母净利润同比增速远小于营收同比增速。管理费用是当前券商最主要的支出项，就 Q122 趋势而言，中小型券商面对管理费用率提升的压力大于大型券商。

上市券商二季度及中期展望：就当前而言，市场面对的风险仍然以俄乌冲突、美联储加息、疫情扩散、大宗商品涨价等为主，其中任一因素发生超预期的变化，市场皆有可能遭受较大冲击。如假设前述风险因素不出现超预期负面变化的情况下，我们认为 Q222 上市券商的经营业绩边际好转概率较大：1) 投资收入在市场企稳甚至回升的情况下边际改善；2) 市场交易活跃度保持，投资者风险偏好逐步恢复，经纪、两融业务基本保持平稳；3) 公募基金、券商资管产品发行逐渐破冰，券商资管收入恢复增长；4) IPO 承销、再融资承销、债券承销等业务持续稳定开展，受市场影响较小。

假设 Q222 市场交易活跃度基本与 4 月份大致相当，日均股基交易额约 9500 亿元，两融余额约 1.5 万亿元；Q122 末相比 Q121 末，万得全 A 指数小幅上涨 5%，中债全指小幅上涨 1%，我们预计 Q222 上市券商归母净利润环比增幅约 20%，同比降幅约 39%，H122 同比降幅约 41%。

四、投资建议

上市券商 2021 年报及 Q122 季报中，行业整体业绩表现受投资拖累，同时行业内部各家券商业绩开始出现较明显的分化，背后本质是各家券商业务布局重点的不同。根据我们对上市券商 2021 年报和 Q122 季报的总结，我们认为财富管理、机构经纪、大投行、大资管等业务条线值得重点关注；根据我们对二季度及中期的展望，我们认为 Q222 投资业务对业绩的显著拖累或将边际改善；经纪、两融业务或将保持平稳发展态势；资管业务有望恢复增长；投行业务则受市场影响较小，在资本市场改革推进的大背景下持续稳定开展。我们预计 Q222 行业归母净利润环比增幅约 20%、同比降幅约 39%，H122 同比降幅约 41%。截至 4 月 30 日，证券行业 PB (MRQ) 1.25x，行业内已有 13 家券商破净、35 家 PB (MRQ) 低于 1.50x。基于各家公司的业务布局和估值水平，我们依次推荐东方财富、广发证券、中信建投、华泰证券、中金公司。

风险提示

资本市场景气度下滑、波动加剧。当前资本市场面临的不确定性因素仍较多，而券商的业绩于资本市场高度相关。

同业竞争加剧。当前行业佣金率、费率等依旧处在激烈竞争中，如竞争加剧，券商业绩可能受到负面影响。

政策风险。券商的多项业务直接受到政策影响，如果政策限制或禁止某项业务开展，券商业绩可能受到较大冲击。

附表

表 4: Q122 上市券商财务数据 (单位: 亿元)

券商	营收	YOY	归母净利润	YOY	ROE
中信证券	152.16	-7.2%	52.29	1.2%	2.3%
国泰君安	81.50	-25.5%	25.19	-42.9%	1.7%
中国银河	73.37	-3.2%	15.55	-21.7%	1.6%
华泰证券	72.44	-17.6%	22.14	-33.1%	1.5%
中信建投	63.32	31.8%	15.42	-10.5%	1.9%
中金公司	50.71	-14.5%	16.60	-11.5%	1.9%
申万宏源	48.30	-44.2%	10.71	-55.9%	1.1%
广发证券	47.74	-42.6%	13.03	-48.7%	1.2%
海通证券	41.31	-63.1%	15.00	-58.5%	0.9%
招商证券	36.96	-38.0%	14.90	-43.0%	1.3%
浙商证券	31.33	-3.9%	3.23	-23.2%	1.3%
东方证券	31.26	-39.8%	2.28	-80.6%	0.4%
国信证券	29.76	-30.0%	7.67	-54.5%	0.8%
光大证券	21.81	-34.4%	6.66	-4.4%	1.1%
中泰证券	18.52	-24.4%	2.20	-67.0%	0.6%
兴业证券	16.88	-69.3%	1.56	-86.9%	0.4%
方正证券	16.68	-18.6%	4.77	-46.3%	1.1%
东吴证券	13.38	-22.9%	1.14	-73.2%	0.3%
东方财富	31.96	10.6%	21.71	13.6%	4.2%
西部证券	9.98	-20.4%	-0.17	-106.4%	-0.1%
国金证券	9.12	-39.7%	1.24	-73.9%	0.5%
长江证券	8.43	-57.1%	0.47	-93.3%	0.2%
东北证券	7.99	-38.4%	-2.59	-176.6%	-1.4%
东兴证券	7.08	-20.1%	0.30	-88.0%	0.1%
中银证券	7.00	-3.6%	2.40	-8.2%	1.5%
国海证券	6.63	-38.0%	0.52	-70.0%	0.3%
财通证券	6.51	-51.1%	1.57	-64.8%	0.6%
国联证券	6.36	35.2%	1.89	20.1%	1.1%
长城证券	6.24	-56.0%	-0.78	-125.7%	-0.4%
国元证券	5.83	-36.7%	-1.20	-136.0%	-0.4%
第一创业	5.32	46.2%	0.72	421.8%	0.5%
华安证券	5.23	-15.1%	1.06	-40.1%	0.5%
山西证券	4.74	-9.1%	0.65	-51.8%	0.4%
华西证券	4.39	-54.0%	-1.70	-153.0%	-0.8%
南京证券	3.93	-20.1%	1.25	-29.1%	0.8%
中原证券	3.88	-63.9%	0.18	-84.8%	0.1%
天风证券	3.65	-46.0%	-0.84	-194.8%	-0.3%
财达证券	3.50	-29.9%	0.77	-63.3%	0.7%
华林证券	3.29	-9.1%	1.48	-19.4%	2.3%
太平洋	2.47	94.0%	0.09	97.7%	0.1%
西南证券	0.39	-94.8%	-1.28	-152.1%	-0.5%

券商	营收	YOY	归母净利润	YOY	ROE
红塔证券	-6.73	-140.6%	-7.18	-407.1%	-3.1%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 5: Q122 上市券商有效杠杆率

券商	有效杠杆率
中金公司	6.33
申万宏源	5.32
国泰君安	4.74
招商证券	4.56
华泰证券	4.52
中国银河	4.46
中信证券	4.39
中泰证券	4.21
浙商证券	4.10
中信建投	4.06
长江证券	4.04
广发证券	3.96
兴业证券	3.90
海通证券	3.81
山西证券	3.74
国联证券	3.70
天风证券	3.59
长城证券	3.59
东北证券	3.48
华林证券	3.44
东方证券	3.42
东兴证券	3.41
方正证券	3.40
财通证券	3.39
国信证券	3.33
国海证券	3.24
东吴证券	3.17
国元证券	3.13
国金证券	3.07
中原证券	3.06
华西证券	2.99
财达证券	2.97
华安证券	2.97
西南证券	2.79
中银证券	2.79
光大证券	2.78
第一创业	2.63
西部证券	2.62
南京证券	2.32

券商	有效杠杆率
东方财富	2.24
红塔证券	2.00
太平洋	1.31

资料来源: Wind, 华金证券研究所

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn