

万丽

上海黄浦区南京东路99号，是一栋建于上世纪30年代的老建筑，中国首家证券研究所——申万宏源证券研究所落户于此，令这里成为过去30多年资本市场很难绕开的信息聚集地和人才集散地。

申万宏源证券研究所董事长郑治国第一次走进这里，是2001年。在这里，他从研究新人成长为新财富最佳分析师、杰出研究领袖，而今，他担任申万宏源证券研究所党委书记、董事长，把好研究传承关的同时，继续带领研究所开拓新模式。

穿越30年，申万宏源证券研究所的影响力延绵而深厚，其背后，是包括郑治国在内的数代研究人的坚守和传承。开拓、创新和传承，透过郑治国和申万宏源研究所的成长历程，能一窥中国证券研究行业发展的诸多细节，他们照见的，也是中国证券研究行业的过去、当下和未来。

中国证券研究拓荒者

申万宏源证券研究所的前身——上海申银证券研究所的成立时间是1992年10月16日，它也是国内最早登记成立的证券研究机构。1993年5月，上海万国证券组建研究发展部，吸纳人才，并开始摸索学习国外证券研究报告的写作模式。三年后，申银证券和万国证券合并，随后研究所更名为申银万国证券研究所。

1998年，华夏基金管理有限公司等“老十家”公募基金公司相继成立，以公募基金为代表的证券研究“大买家”出现。申银万国证券研究所为代表的证券研究机构抓住机会，于1998年12月在苏州举办“申银万国研究产品推介会”，这是国内证券研究机构首次举办面向基金经理的产品与服务推介活动。

1999年5月，其又在上海举办基金客户交流会，向10家基金公司重点推介网络板块。5月19日，以网络板块为主流的行情发动，研究的价值得以快速验证。研究机构向基金公司销售研报，为基金投资提供参考，并从中收取佣金的商业模式得以成型，也奠定了中国证券研究行业此后20年的商业模式，所有从业者的市场化大发展之路从此开启。

由于前瞻性地把握了中国证券市场飞速发展的脉搏，2000年7月，申银万国证券研究所从母公司单飞。独立后的申银万国证券研究所彻底从原来的对券商内部服务，转变为对外部机构投资者服务，由原来的内部评价转变为自负盈亏。

郑治国自加入申银万国证券研究所以来，先后从事基础化工、石油化工等行业研究。他亲身体会到，由于充分市场化，在服务机构的过程中，通过路演与投资者沟通

，促使分析师不断反思并提高自己的专业能力。

彼时，申银万国证券研究所迅速建立起一套市场化的机制。2005年开始，其在业内首创“派点制”，并制定了“高级分析师成长机制发展纲要（SAGA）”，以完善分析师的考核、激励和晋升制度，提升研究效率。

“市场化道路尽管让员工危机感、压力感倍增，但是也大大释放了活力和效率。”郑治国称。在这样的体系下，郑治国快速成长为一名成熟的分析师。2003年，新财富推出最佳分析师评选。2005年~2010年，郑治国连续6年9次上榜，成为基础化工和石油化工领域最佳分析师。

30年稳如磐石背后的细节：

积累、迭代、创新

2015年，申银万国证券与宏源证券合并组建申万宏源证券，两个研究团队也顺利完成融合。

而今，穿越30年，申万宏源证券研究所依然强势，当前，其在中国证券业协会登记的分析师人数排名全行业第四，完成了对近1000家海内外重点公司的高质量覆盖。

截至2021年，申万宏源证券研究所已连续19次跻身新财富“最具影响力研究机构”、“本土最佳研究团队”榜单前列，其中，14次名列“最具影响力研究机构”前三，9次名列“本土最佳研究团队”前三，是业内唯一连续19次上榜两个重量级团体奖项的机构。

2011年开始，郑治国升任申万宏源证券研究所副总经理，主要工作转为研究所的管理，他对研究机构的平台化建设和传承，深有体会。

首先，申万宏源证券研究所高度重视研究体系建设。而今，其已实现了对国内外宏观经济及投资策略、大类资产配置、固定收益、金工衍生品、战略及产业、政策研究的全覆盖，和所有行业研究中观领域、A股及中概股重点上市公司的全覆盖。

其次，以“一表两会”为抓手，形成了以宏观研究为指导，以策略研究为核心，以公司及行业研究为基础，兼顾固定收益、基金和衍生品等各领域的完整的证券投资研究体系。

这一全面的体系搭建并非一蹴而就。郑治国介绍，申万宏源的研究体系一直在迭代更新，从而保持研究的有效性。2008年，研究所在市场上首次提出“预期差”理论

，后续几年创立并不断优化了以“一表两会”为特征的研究体系，一表指“关键假设表”，涵盖所有影响市场的关键指标，“两会”指研究执委会的周度例会和分析师的月度观点交流会。在实践中，“驱动力+信号验证机制”、“基本面趋势投资”等研究思想开始显现价值。2014年，研究所还提出了“驱动力VS生命周期”的分析框架，对新经济行业进行了系统的研究，以匹配企业所处不同阶段的估值方法。

近年来，申万宏源证券研究所顺应市场需求，加大了资产配置的研究和应用。而由其于2003年开始发布的“申万行业分类”是业内设立早、体系全、运用广泛的行业分类之一，“申万指数”也是行业内外广泛使用的证券指数。

证券研究界“黄埔军校”：

走出千余金融精英

研究体系的不断迭代之外，申万宏源证券研究所影响力不断延续和扩大的另一秘诀在于传承。独到的培训体系和人才培养战略，是其研究得以传承和发扬的关键。

多年积累和沉淀，申万宏源证券研究所内部已有针对长期实习生、新员工、中生代及业务骨干的培训，形成了“行研精英训练营”、“投研特训营”、“外滩研学堂”等系列品牌课；建成了一套全周期的人才培养体系，包含全面的培训课程框架、分阶段培养项目、带教体系，以及配套的人才发展保障制度、能上能下的竞争机制。

说起30年来申万宏源证券研究所对资本市场的人才贡献，郑治国如数家珍，“创立至今，研究所已先后培养了1300多名活跃在资本市场上的各种优秀人才，他们有一部分已经成长为证券公司、公募基金、私募基金、研究所、保险资管、PE、上市公司等机构的高管，有一部分成为了投研总监、明星基金经理、优秀分析师、上市公司IR（投资者关系）等优秀专业人才”。

近年来，随着资本市场的不断扩容以及研究价值的不断扩展，分析师服务的群体不再局限于二级市场。申万宏源证券研究所的人才培养体系，也基于内外部环境的变化而持续迭代更新，包括通过战略布局，加强产业研究人才的引进和培养；更新配套业务课程体系，不断丰富人才培养框架；结合业务发展，完善考核激励机制等方面。

基于体系化的人才培养模式，充分发挥“传帮带”的传统，申万宏源证券研究所打造了一支具有合理化梯队的老中青结合的研究队伍，其中近70%由应届生成长而来，人才培养的内生机制已然成型。

郑治国也深受“传帮带”文化的影响。“在上层，历任公司领导对研究所发展战略的引领与支持，让研究所在专业道路上能时刻保持独立性，行稳致远。而在我的成长过程中，很多总公司领导、同事、同仁也都给予了无私的帮助和指导，包括李剑阁老师、庄东辰博士、秦曦所长、陈晓升所长等老领导言传身教。我们研究所1300余名新老员工的共同奋斗及相互支持，也是让我们不断进步的重要力量。”

如今，申万宏源证券研究所秉持“打造百年研究团队”战略，以“培育百年团队、拓展人才价值”的理念，兼容并蓄，吸引优秀人才。

担时代新使命，造百年研究团队

2020年，郑治国将申万宏源证券研究所总经理的重任交到了周海晨手里，这一老牌研究所再一次实现班子的传承。

当前，中国经济进入新发展阶段，全市场从资金端到资产端乃至政策制定者，对深度研究的需求都在不断提升。新形势下，证券研究的使命再次被提到新高度。

以申万宏源证券研究所为代表的机构，具备长期的平台化建设和专业积累基础，如何敏锐地把握住时代使命，以服务国家战略为己任，“建体系，出思想”，在保持传统研究市场影响力的同时，厚积薄发，加大政策研究力度，大幅提高对决策的影响力，成为新的命题。

郑治国认为，当前佣金模式不能完全体现证券研究创造的价值，研究机构还需要其他路径来扩大其价值。近年来，申万宏源证券研究所紧跟控股公司转型步伐，启动内部转型布局，包括以“研究搭台，联合展业”为模式，从单一佣金收入向以机构佣金为主、其他证券投资咨询服务及综合收入共同发展的模式转变。目前，申万宏源证券研究所的收入虽仍以分仓佣金为主，但其他证券投资咨询收入及内部业务协同收入占比逐年提高。

郑治国介绍，国际化布局和金融科技也成为申万宏源证券研究所未来的重点。

“金融科技给证券研究和服务都将带来深刻改变，目前国内整体处于数据建设阶段，今后将进入到知识创新阶段。未来，金融科技对于证券研究的战略意义重大。”郑治国称。

当前，申万宏源证券研究所已通过数据平台建设，在金融科技方向做战略性投入，通过平台完成数据积累、知识沉淀，实现一体化的数字研究，使分析师具有更强大的数据处理能力，并在前沿的人工智能方面加强投入，探索新视野。

一边把好研究传承的关，一边继续带领研究所开拓新模式，郑治国和申万宏源证券研究所的使命都在继续。