

市场波动冲击券商盈利，看好23年业绩修复

——证券行业2022年年报综述

行业评级

证券强大于市（维持）

平安证券研究所非银金融&金融科技研究团队

王维逸 S1060520040001（证券投资咨询）

李冰婷 S1060520040002（证券投资咨询）

韦震震 S1060122070023（一般证券业务）

2023年4月5日

要点总结

- **全年市场交投活跃度下滑，券商业绩持续承压。**2022年以来受国际关系、疫情冲击等内外部环境不确定性影响，全年权益市场主要指数均震荡下行，叠加上年高基数效应影响，全年日均成交额10149亿元（YoY-10.5%）。据中证协口径，2022年140家证券公司实现营收3949.7亿元（YoY-21.4%）、净利1423.0亿元（YoY-25.5%），合计平均ROE约5.3%（YoY-2.5pct）。收入结构变动较大，目前已披露年报的23家上市券商合计经纪/投行/资管/信用/自营净收入占比分别为22%/12%/10%/11%/17%。其中，自营收入占比同比-8pct，降幅最大；投行收入占比同比+2pct，增幅最大。
- **头部券商业绩凸显韧性，自营与投行业务为业绩胜负手。**23家已披露年报的上市券商中，归母净利CR5、CR10分别55.1%、85.1%，分别同比+6.8pct、+5.7pct。十大券商（归母净资产排名前10）业绩同比降幅略窄于行业，主要系自营、投行两大业务净收入的同比增速领先行业；十大券商合计杠杆倍数4.3倍（YoY-0.2倍）、ROE约7.1%（YoY-3.8pct），均高于上市券商整体。
- **Q4自营表现环比改善，投行收入高基数下同比下滑。**1) 经纪：成交额与佣金率均承压，23家上市券商合计证券经纪净收入同比-19%；新发基金份额大幅下滑，代销金融产品收入同比-25%。2) 投行：IPO承销规模同比+8%、再创新高，23家上市券商合计投行净收入同比-5%。3) 自营：Q4单季度23家上市券商自营收入环比+34%，全年自营收入仍同比-47%；头部券商非方向性转型领先、投资规模与能力占优，自营业绩更为稳健，自营收入前10上市券商收入份额同比+14pct。4) 资管：规模收缩、集计划规模占比同比+2pct；公募化转型加速，券商积极设立资管子公司、申请公募牌照，公募子公司业绩贡献进一步提升；23家上市券商合计资管净收入同比-11%。5) 信用：2022年末两融余额同比下滑16%，23家上市券商合计利息净收入同比-7%。
- **投资建议：**券商商业模式由周期向成长的转型加速，近期国内经济复苏推进、资本场景气度修复、交易热情回升，自营业务收入有望修复，看好23年券商低基数下的业绩改善。建议关注综合实力领先、业绩稳健的行业龙头，及财富管理优质标的。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动。2) 投资者风险偏好降低。3) 宏观经济下行。4) 资本市场改革不及预期。



CONTENT 目录

- ◎ 一、券商业绩持续承压，头部券商凸显韧性
 - 1.1 全年权益市场震荡下行，市场交投活跃度下滑
 - 1.2 轻资产业务相对稳健，重资产业务拖累业绩
 - 1.3 业绩分化加剧，自营与投行业务为业绩胜负手
 - 1.4 券商持续扩表，头部券商用资效率与盈利能力均领先

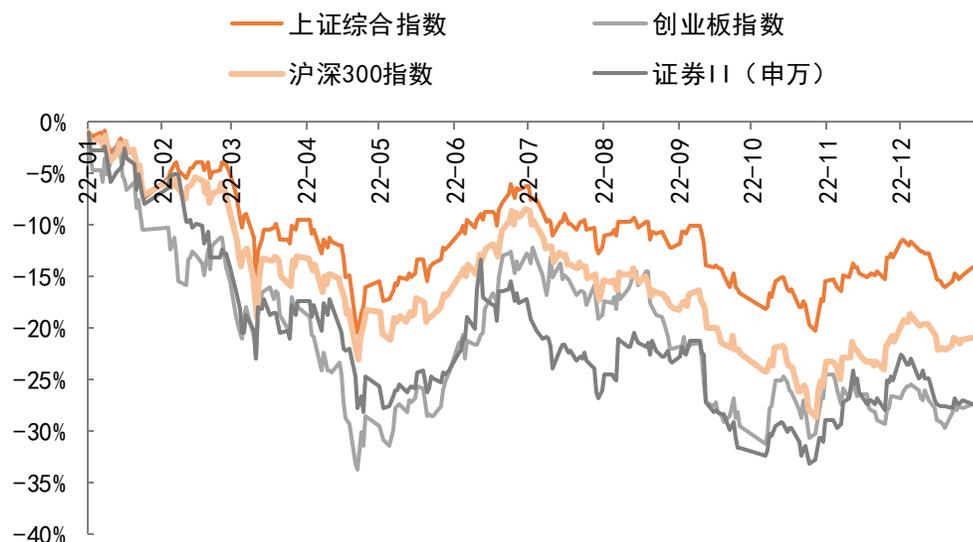
- ◎ 二、Q4自营表现环比改善，投行收入高基数下同比下滑
 - 2.1 经纪：传统经纪量价齐跌，财富管理短期承压
 - 2.2 投行：高基数下收入小幅下滑，头部优势格局稳固
 - 2.3 自营：Q4自营表现环比改善，头部券商收入更具韧性
 - 2.4 资管：规模收缩、结构改善，公募子公司贡献持续提升
 - 2.5 信用：两融与股质规模收缩，利息净收入同比下滑

- ◎ 三、投资建议与风险提示

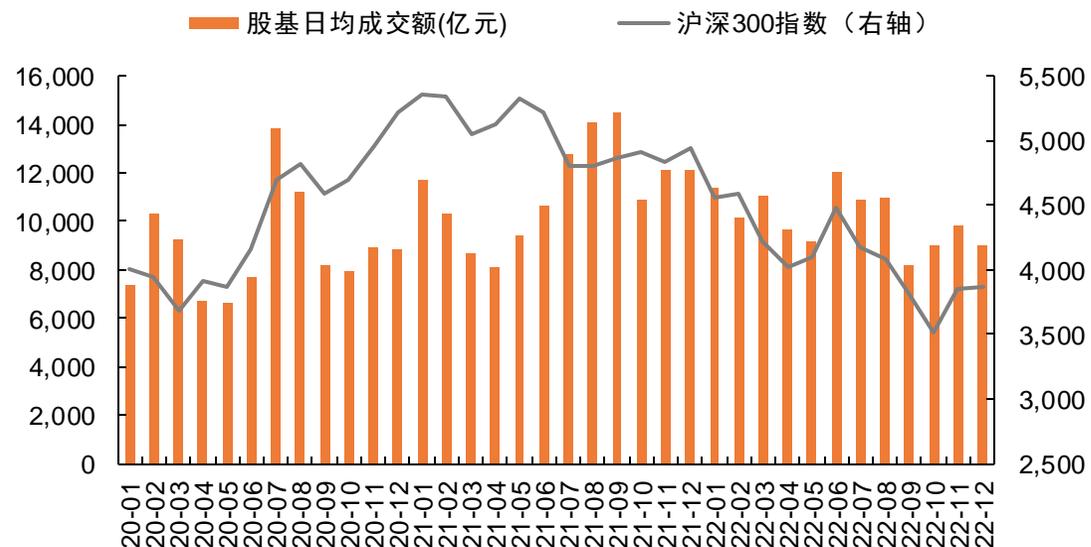
1.1 全年权益市场震荡下行，市场交投活跃度下滑

- ▶ 全年权益市场震荡下行，市场成交额低迷。2022年以来受国际关系、疫情冲击等内外部环境不确定性影响，全年权益市场主要指数均震荡下行，截至2022年末上证综指、沪深300指数、创业板指较年初分别下跌15.1%、21.6%、29.4%，证券行业beta属性较强，全年累计下跌27.5%。受市场行情波动和上年高基数效应影响，Q4市场股基成交量维持低迷，单季度日均股基成交额9307亿元（QoQ-7.5%，YoY-21.2%），全年日均股基成交额10149亿元（YoY-10.5%）。
- ▶ 2023Q1权益市场表现明显好于去年。截至2023年3月31日，上证综指、沪深300指数、创业板指、证券指数II（申万）较年初分别上涨7.2%、6.0%、3.2%、9.2%。市场交易额环比改善，23Q1日均股基成交额9894亿元（QoQ+6.3%、YoY-9.3%）。

◆ 2022年上证综指/沪深300/创业板指/证券指数（申万二级）震荡下行



◆ 2022年全市场日均股基成交额维持低迷

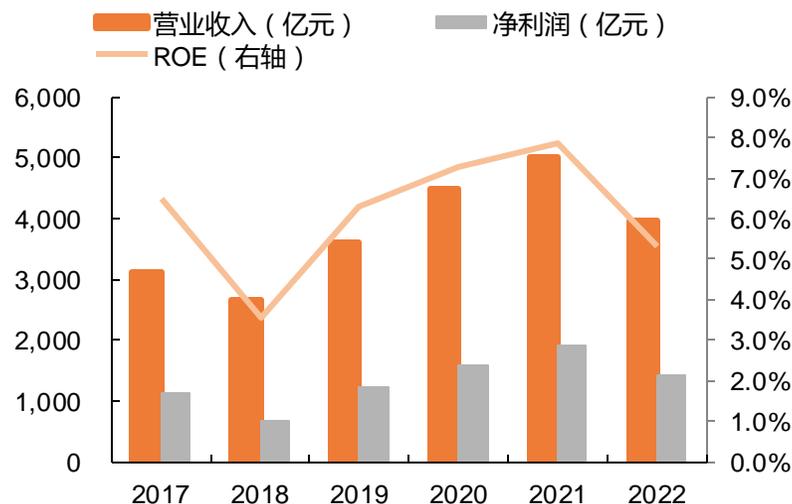


资料来源：Wind，上交所，深交所，平安证券研究所

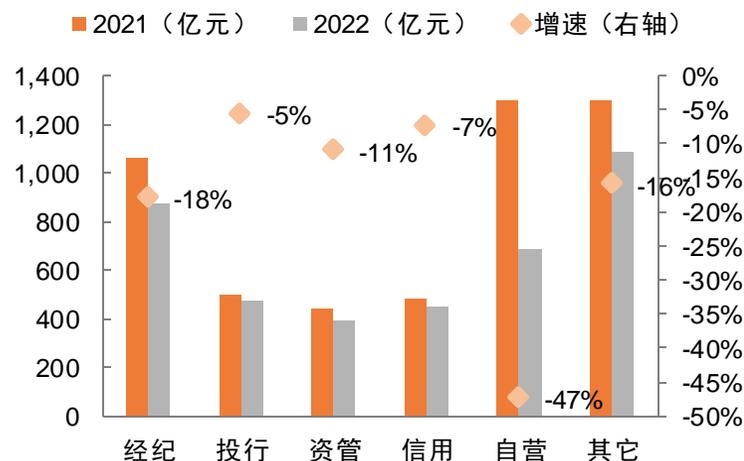
1.2 轻资产业务相对稳健，重资产业务拖累业绩

- 券商业绩表现持续承压，盈利能力下滑。1) 据中证协口径，2022年140家证券公司实现营收3949.7亿元（YoY-21.4%），净利1423.0亿元（YoY-25.5%），平均ROE约5.3%（YoY-2.5pct）。2) 上市券商口径下业绩降幅相对更大，目前已披露年报的23家上市券商（下同）合计营收3963.4亿元（YoY-22.0%），归母净利1087.1亿元（YoY-29.1%），平均ROE约6.4%（YoY-3.6pct）。
- 轻资产业务相对稳健，重资产业务拖累业绩。23家上市券商合计经纪/投行/资管/信用/自营净收入分别同比下滑18%/5%/11%/7%/47%，收入占比分别为22%/12%/10%/11%/17%。与2021年全体上市券商统计口径相比，自营收入占比同比-8pct，降幅最大；投行收入占比同比+2pct，增幅最大。

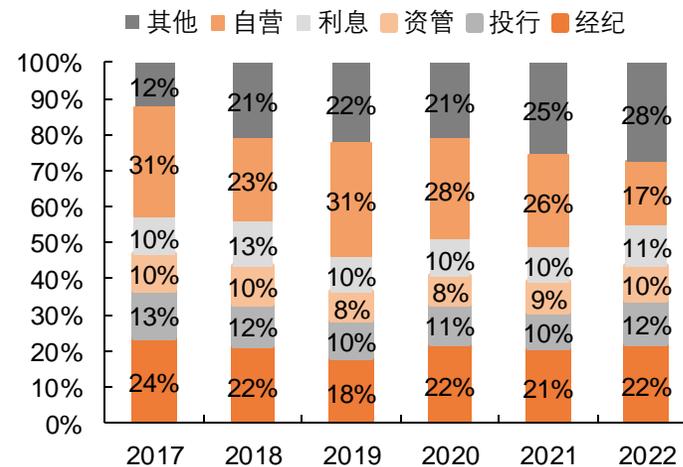
◆ 140家证券公司营收、净利与平均ROE表现



◆ 23家已披露年报的上市券商各业务营收变动



◆ 上市券商收入结构变动



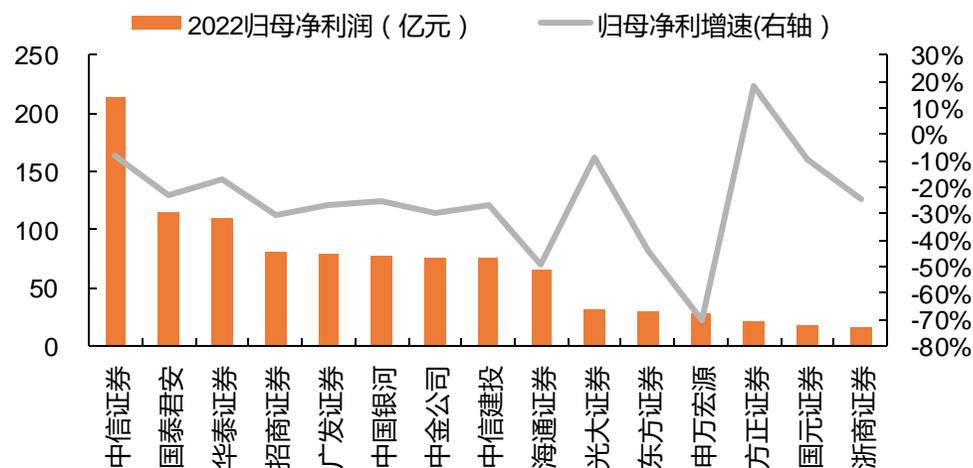
资料来源：Wind，中证协，平安证券研究所

注：上市券商收入结构中2022年仅统计已披露年报的23家上市券商，其余年份统计全部43家上市券商

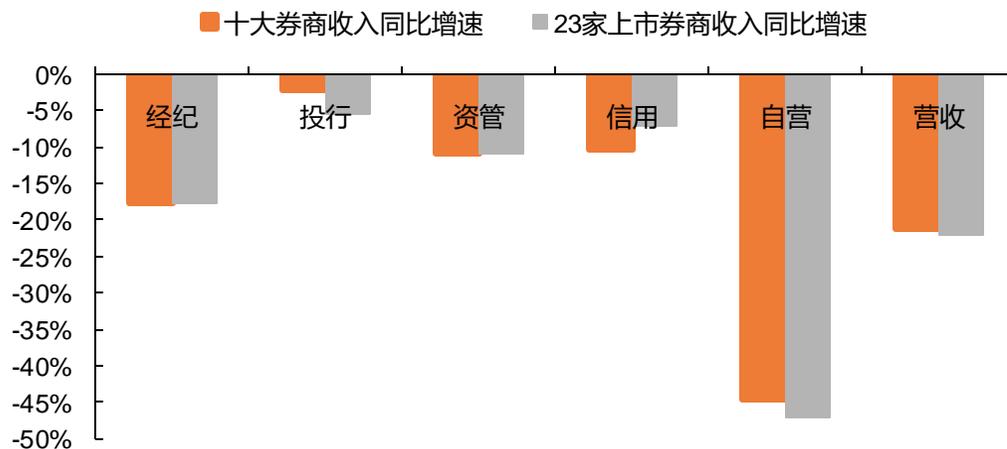
1.3 业绩分化加剧，自营与投行业务为业绩胜负手

- ▶ 业绩分化加剧，头部券商整体表现优于中小券商。十大券商（2022年归母净资产排名前10的上市券商，下同）合计归母净利润920.8亿元（YoY-27.9%）、降幅略窄于目前已披露的23家上市券商全体。上市券商归母净利润CR5、CR10分别为55.1%、85.1%，分别同比+6.8pct、+5.7pct。归母净利润前三的上市券商为中信证券（213.2亿元）、国泰君安（115.1亿元）、华泰证券（110.5亿元），归母净利润同比增速前三的上市券商为方正证券（+17.9%）、信达证券（+4.7%）、华林证券（-3.9%）。
- ▶ 头部券商自营与投行业务韧性更强。拆分各业务来看，十大券商主要在自营、投行两大业务上增速领先行业整体，主要系头部券商重资产业务更为多元，非方向性投资与场外衍生品等代客业务可以更好对冲市场风险，同时头部券商具备项目储备、人才队伍等多方优势、投行项目承揽与服务能力更佳。

◆ 上市券商2022年归母净利润（前15）



◆ 2022年十大券商与上市券商合计各业务收入同比增速对比



1.4 券商持续扩表，头部券商用资效率与盈利能力均领先

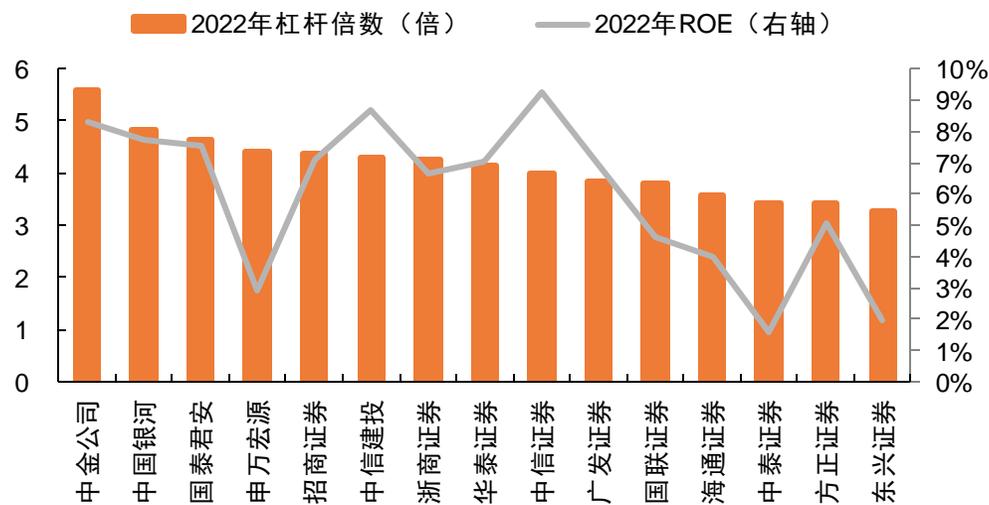
- 上市券商再融资热度不减，资产负债表规模稳步扩张。2022年共有7家上市券商再融资成功落地，实际募资737.8亿元；8家上市券商发布再融资预案，拟募资937.1亿元。2022年末证券行业（中证协口径）净资产2.8万亿元（YoY+8.6%）、总资产11.1万亿元（YoY+4.4%）；目前已披露年报的23家上市券商合计净资产1.8万亿元（YoY+9.2%）、总资产9.1万亿元（YoY+5.5%）。
- 杠杆倍数相对稳定，头部券商用资效率与ROE更为领先。2022年末证券业（中证协口径）杠杆倍数4.0倍（YoY-0.1倍）、已披露年报的23家上市券商合计杠杆倍数（去除代理买卖证券款，下同）4.0倍（YoY-0.2倍）、同比基本持平；其中，十大券商合计杠杆倍数4.3倍（YoY-0.2倍）、ROE约7.1%（YoY-3.8pct），均高于上市券商整体。中金公司、中国银河、国泰君安杠杆倍数分别5.6、4.8、4.6倍，位列上市券商前三；信达证券、中信证券、中信建投ROE分别9.4%、9.2%、8.7%，位列上市券商前三。

◆ 2022年上市券商再融资结果及预案情况

上市券商	发行日/最新公告日	发行方式	预计募资总额（亿元）	实际募资总额（亿元）
中信证券	2022/3/2	配股	280.0	273.3
国海证券	2022/4/1	增发	85.0	预案
财通证券	2022/4/11	配股	80.0	71.7
中原证券	2022/4/29	增发	70.0	预案
国金证券	2022/5/11	增发	60.0	58.2
东方证券	2022/5/27	配股	168.0	127.2
锦龙股份	2022/7/1	增发	32.1	预案
长城证券	2022/8/10	增发	84.6	76.2
兴业证券	2022/8/25	配股	140.0	100.9
中金公司	2022/9/13	配股	270.0	预案
国联证券	2022/9/28	增发	70.0	预案
华创阳安	2022/11/11	增发	80.0	30.3
华鑫股份	2022/12/24	增发	50	预案
财达证券	2022/12/27	增发	80	预案
华泰证券	2022/12/31	配股	280	预案

资料来源：Wind，中证协，平安证券研究所

◆ 上市券商2022年杠杆倍数及ROE表现（杠杆倍数前15）





CONTENT 目录

- ◎ 一、券商业绩持续承压，头部券商凸显韧性
 - 1.1 全年权益市场震荡下行，市场交投活跃度下滑
 - 1.2 轻资产业务相对稳健，重资产业务拖累业绩
 - 1.3 业绩分化加剧，自营与投行业务为业绩胜负手
 - 1.4 券商持续扩表，头部券商用资效率与盈利能力均领先

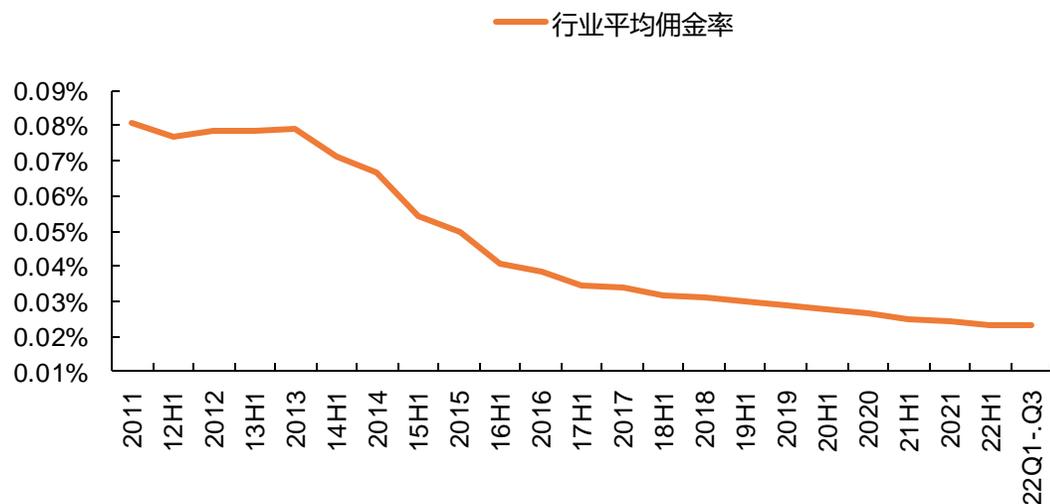
- ◎ 二、Q4自营表现环比改善，投行收入高基数下同比下滑
 - 2.1 经纪：传统经纪量价齐跌，财富管理短期承压
 - 2.2 投行：高基数下收入小幅下滑，头部优势格局稳固
 - 2.3 自营：Q4自营表现环比改善，头部券商收入更具韧性
 - 2.4 资管：规模收缩、结构改善，公募子公司贡献持续提升
 - 2.5 信用：两融与股质规模收缩，利息净收入同比下滑

- ◎ 三、投资建议与风险提示

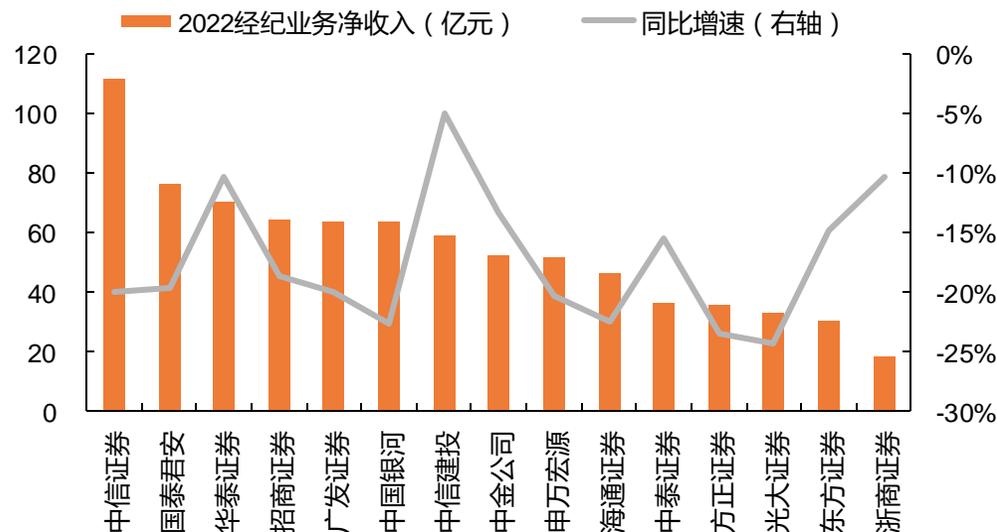
2.1 经纪：传统经纪量价齐跌，财富管理短期承压

- ▶ 成交额与佣金率均承压，经纪业务收入下滑。2022年全年市场双边股基成交额491万亿元（YoY-10.9%），同时佣金率继续下滑，2022Q1-Q3行业测算佣金率0.023%，较2021年全年下滑0.001pct，共同拖累券商经纪业务收入。目前已披露年报的23家上市券商共实现证券经纪净收入779.3亿元（YoY-19.0%）。
- ▶ 头部券商市占率基本不变。已披露年报的23家中，经纪业务净收入前10的券商合计经纪业务净收入661.3亿元（YoY-17.6%），在23家上市券商中占比76.4%（YoY+0.1pct）、同比基本持平。中信证券、国泰君安、华泰证券经纪净收入维持排名前三，中信建投、国联证券、华泰证券经纪净收入降幅最小。

◆ 证券行业平均佣金率



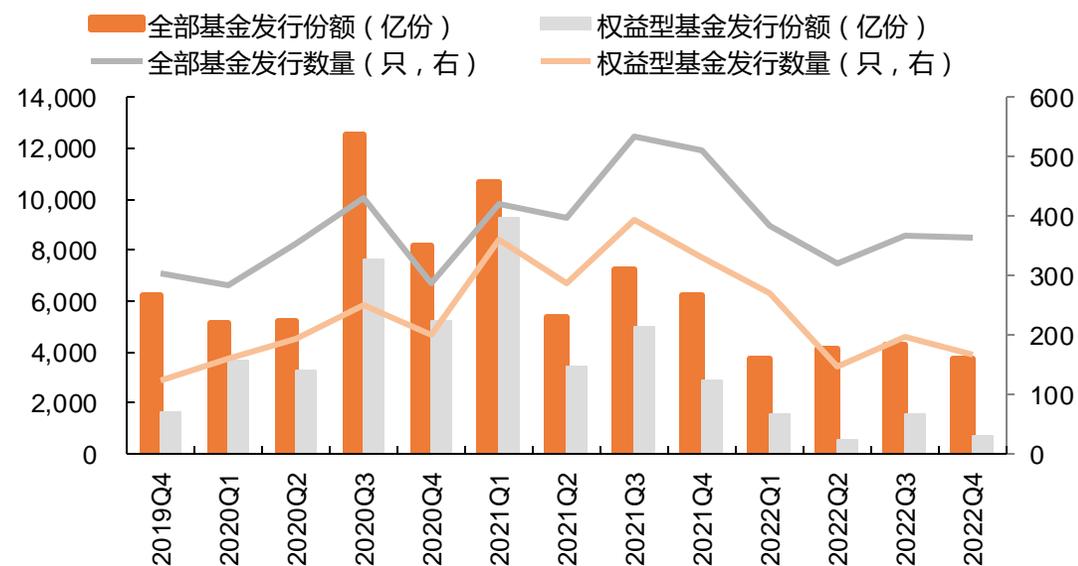
◆ 上市券商2022年经纪业务净收入（前15）



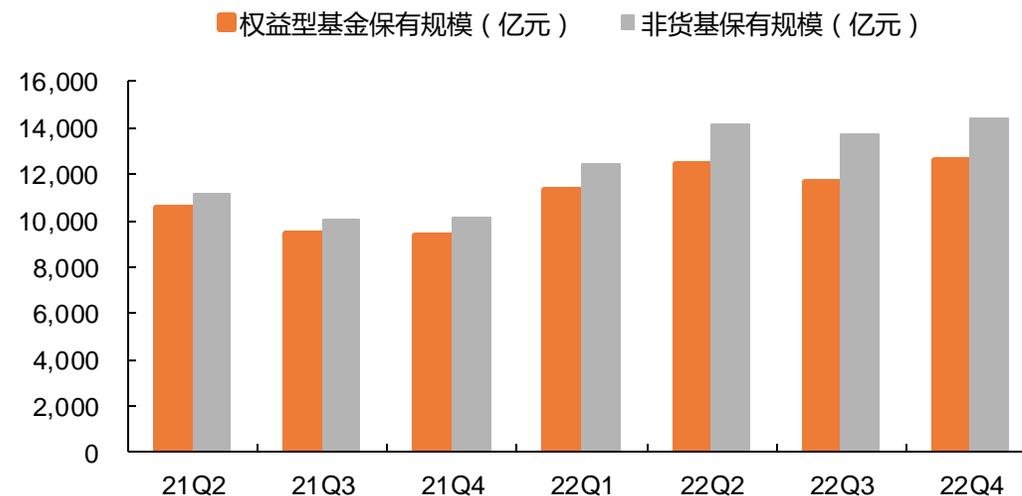
2.1 经纪：传统经纪量价齐跌，财富管理短期承压

➤ 新发基金份额下滑，财富管理收入短期承压。2022年新发基金份额15878亿份（YoY-46.3%），权益型基金份额4371亿份（YoY-78.8%）、同比降幅更大，拖累券商认/申购费收入。截至2022年末非货基、权益型基金保有规模增长至1.4万亿元（YoY+41.6%）、1.3万亿元（YoY+33.8%），预计尾端费用收入相对稳定。目前财富管理转型仍处于起步阶段、尚未完成由流量向存量收费的转化，已披露年报的23家上市券商合计代销金融产品收入98.9亿元（YoY-24.9%），降幅高于传统经纪业务。根据代销金融产品收入排序，前10家上市券商合计代销金融产品收入82.4亿元（YoY-21.1%），降幅与上市券商整体水平差距不大，头部券商财富管理相对优势还未完全形成。

◆ 新发基金份额及数量



◆ 券商公募基金保有规模变动



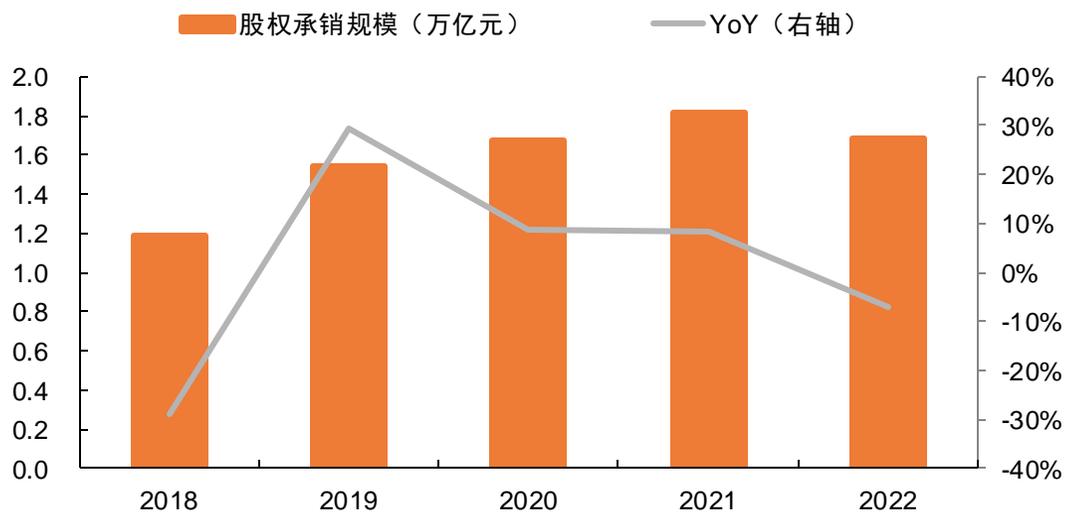
资料来源：Wind，中国证券基金业协会，平安证券研究所

注：券商非货基、权益型基金保有规模为中国证券投资基金业协会中保有规模前100机构中的券商公募基金保有规模

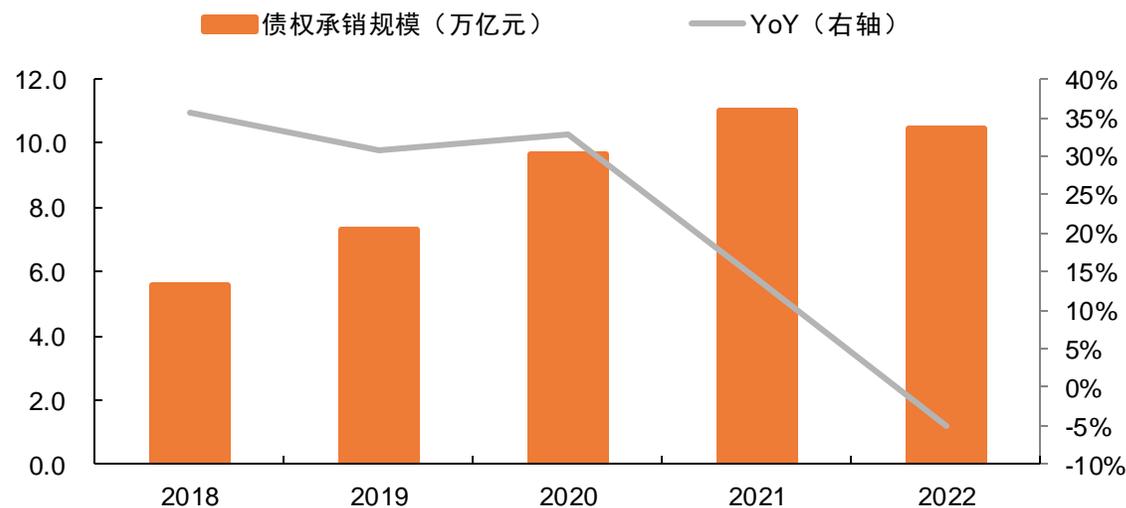
2.2 投行：高基数下收入小幅下滑，头部优势格局稳固

➤ **IPO承销规模再创新高，再融资与债权承销金额下滑。**2022年证券公司股权承销、债权承销规模均小幅下滑，股权承销规模1.7万亿元（YoY-7.1%），其中IPO承销规模5868.9亿元（YoY+8.2%）、再创新高，再融资（含增发/配股/可转债/可交换债）承销金额1.1万亿元（YoY-13.6%）。债权承销规模10.5万亿元（YoY-5.1%），其中地方政府债2.3万亿元（YoY+31.2%），而公司债3.1万亿元（YoY-9.2%）、ABS规模1.4万亿元（YoY-35.1%），同比降幅较大、拖累整体债承规模。2022年目前已披露年报的23家上市券商投行净收入472.8亿元（YoY-5.4%）。

◆ 证券行业股权融资规模及增速



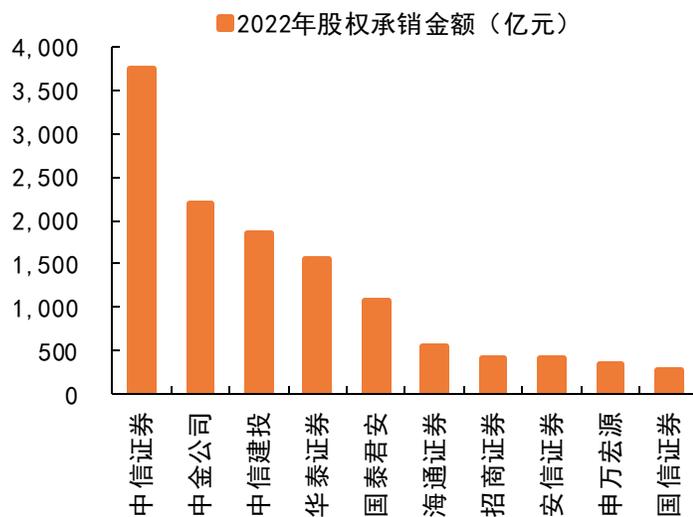
◆ 证券行业债权融资规模及增速



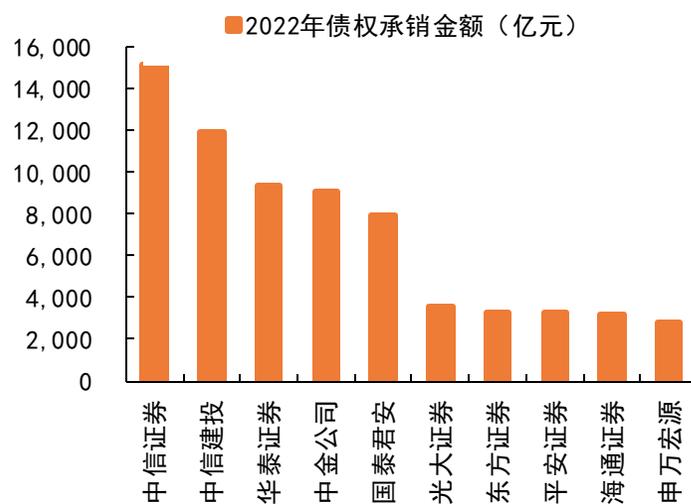
2.2 投行：高基数下收入小幅下滑，头部优势格局稳固

- 规模与收入集中度进一步提升，头部格局较为稳固。1) 规模层面，2022年行业IPO/股权/债权承销金额CR10分别76%/74%/66%，同比分别+7/+2/-1pct。其中，中信证券、中金公司、中信建投IPO和股权承销金额均维持行业前三、股权承销额市场份额分别为22%/13%/11%；中信证券、中信建投、华泰证券债权承销金额维持行业前三、市场份额分别为15%/11%/9%。2) 收入层面，按投行净收入排序，前5的上市券商合计投行净收入300.8亿元（YoY+0.9%）、实现正增，在23家上市券商中收入占比63.6%（YoY+4.0pct）；前10的上市券商合计投行净收入403.9亿元（YoY-3.8%）、收入占比85.4%（YoY+1.4pct）。其中，中信证券、中金公司、中信建投收入排名前三，广发证券、方正证券、中国银河同比增速排名前三。

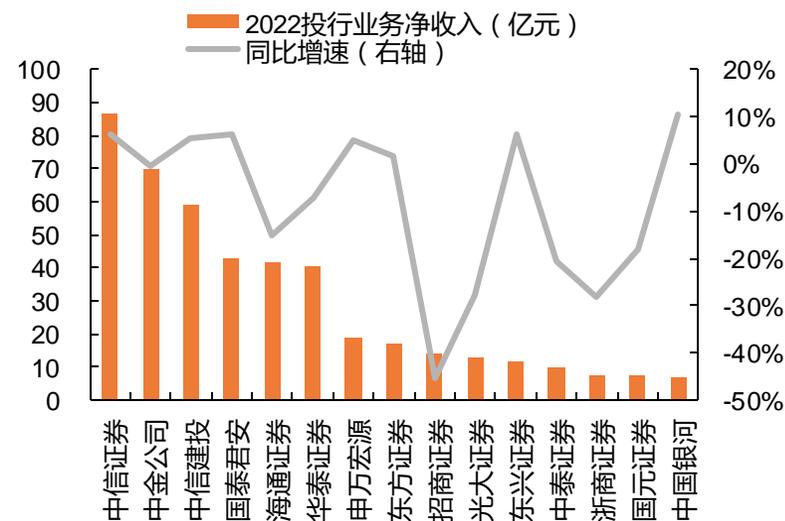
◆ 2022全行业股权承销金额（前10）



◆ 2022全行业债权承销金额（前10）



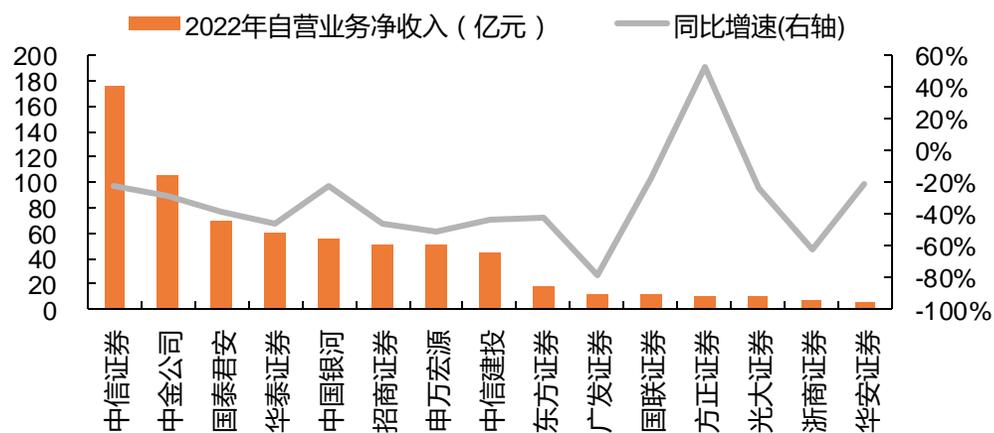
◆ 上市券商2022年投行业务净收入（前15）



2.3 自营：Q4自营表现环比改善，头部券商收入更具韧性

- **Q4自营表现环比改善，自营投资规模持续扩张、权益类占比回升。**Q4股市反弹、单季度23家上市券商自营收入158.6亿元（QoQ+33.6%），全年自营收入686.6亿元（YoY-47.2%）。自营规模持续扩张，2022年末23家上市券商合计自营规模4.3万亿元（YoY+8.9%）。上市券商把握市场动态、增配权益类资产，2022年末23家上市券商自营权益类/固收类证券及证券衍生品在净资本中的占比平均值分别25.3%、264.5%，较2022H1末分别+1.6pct、-7.6pct，较2021年末分别+0.3pct、+24.5pct。
- **头部券商自营收入更具韧性，市场集中度同比大幅提升。**目前已披露年报的23家券商中，自营收入前10的上市券商合计自营收入647.8亿元（YoY-37.8%），收入占比94%（YoY+14%）。其中，中信证券、中金公司、国泰君安自营收入排名前三，预计系其非方向性转型领先、投资规模与能力占优；以中金为例，2022年末中金场外衍生品对冲持仓的股票/股权1091.5亿元（YoY+0.7%）、在股票/股权交易性金融资产中占比87.2%（YoY+2.3pct）。

◆ 上市券商2022年自营业务收入（前15）



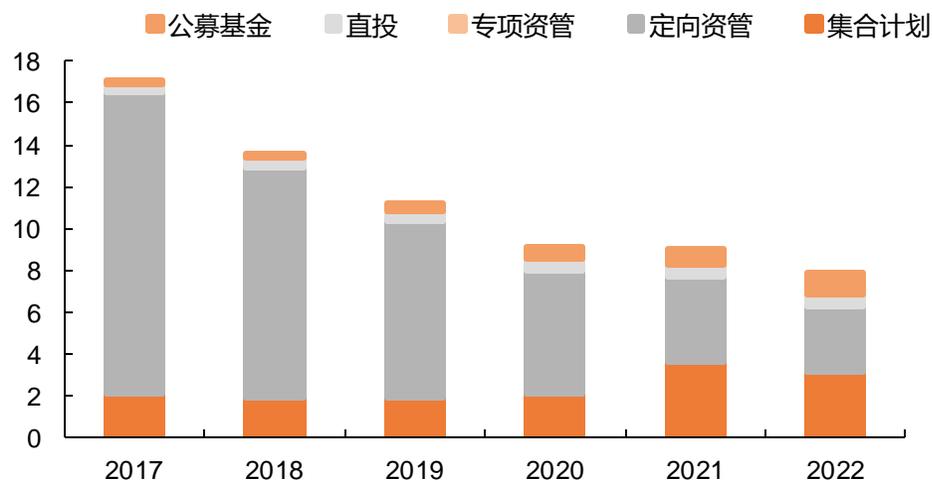
◆ 上市券商2022年自营规模（前15）



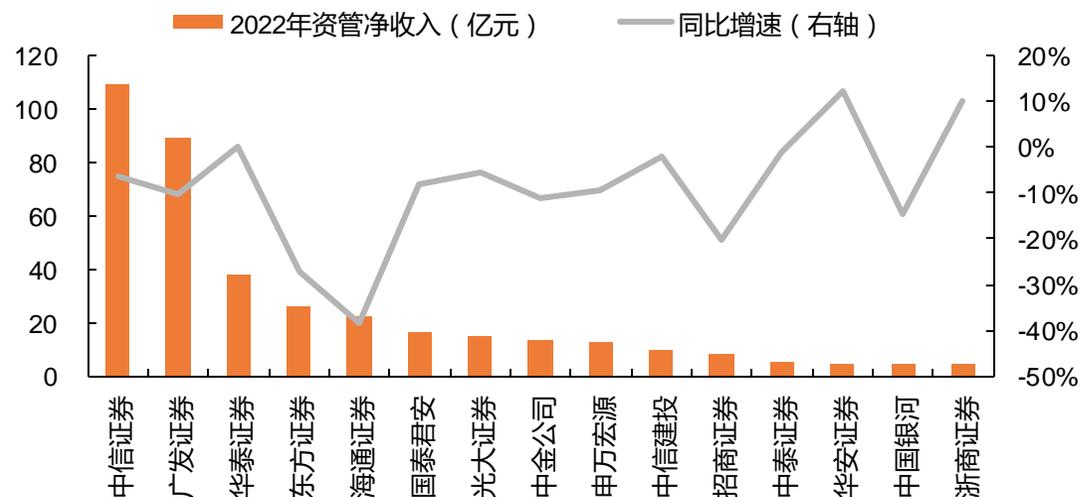
2.4 资管：规模收缩、结构改善，公募子公司贡献持续提升

- 私募资管规模收缩、结构改善，公募子公司贡献提升。截至2022年末，券商及其子公司私募资管产品合计规模6.9万亿元（YoY-16.5%），其中集合/定向规模占比分别46%/45%，分别同比+2/-4pct。资管公募化加速，“一参一控”牌照限制松绑，监管鼓励资管子公司申请公募牌照，2022年中信证券、国金证券等券商设立资管子公司获批，截至2022年末券商及资管子公司管理公募基金规模9809亿元（YoY+24.4%）。公募子公司业绩贡献进一步提升，以资管净收入前3的中信证券、广发证券、华泰证券为例，公募子公司净利润贡献分别为6.3%、25.6%、8.3%，同比+0.1pct、+3.1pct、+0.1pct。
- 竞争格局相对稳定，中小券商增速较高。已披露年报的23家上市券商资管净收入391.6亿元（YoY-10.8%），资管净收入前10的券商合计收入占比90.1%（YoY-0.9%）；中小券商基数低、收入增速更高，信达证券、东兴证券、国联证券同比增速前三。

◆ 证券公司私募资管和公募基金规模（单位：万亿元）



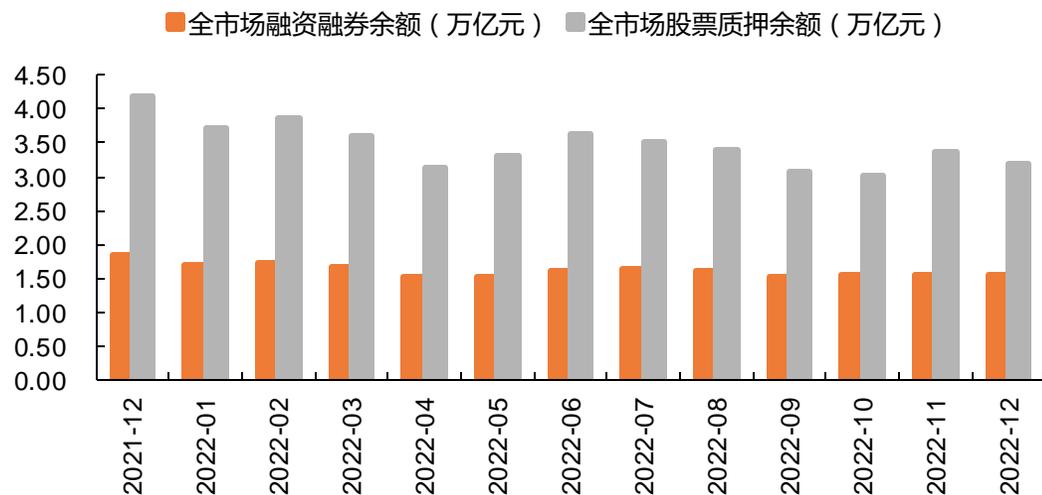
◆ 上市券商2022年资管业务净收入（前15）



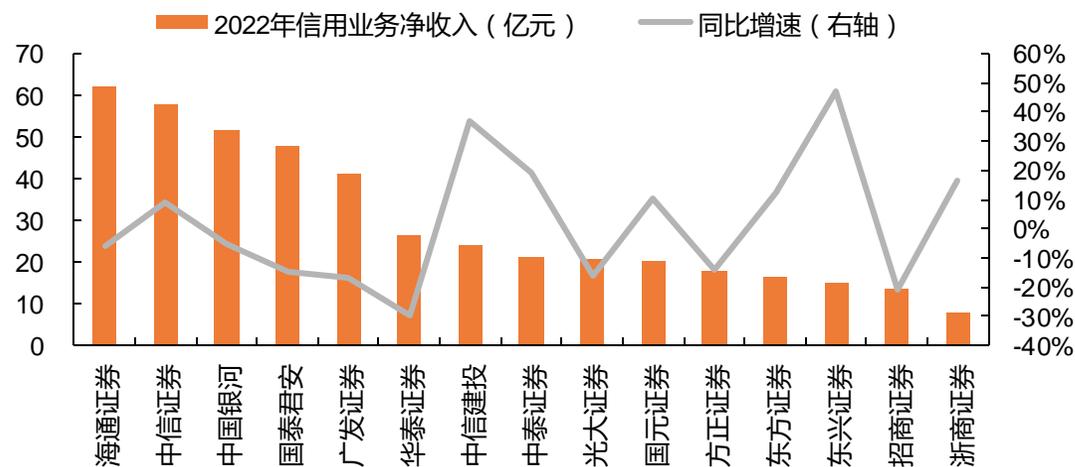
2.5 信用：两融与股质规模收缩，利息净收入同比下滑

- 两融、股质规模进一步收缩，利息收入同比下滑。信用业务与市场行情相关，受权益市场行情震荡下行影响，两融与股质规模均收缩，截至2022年末全市场两融余额、股票质押参考市值分别1.5万亿元、3.2万亿元，较年初分别下降15.9%、23.4%。2022年23家已披露年报的上市券商合计利息净收入449.2亿元（YoY-7.2%）。
- 信用业务集中度小幅提升。目前已披露的23家上市券商中，利息净收入前10的上市券商合计利息净收入373.3亿元（YoY-5.7%）、收入占比83.1%（YoY+1.3pct）、集中度同比微增。海通证券、中信证券、中国银河利息净收入仍为行业前三，红塔证券、东兴证券、中信建投利息净收入同比增速最高。

◆ 全市场融资余额、股票质押参考市值



◆ 上市券商2022年信用业务净收入（前15）





CONTENT 目录

- ◎ 一、券商业绩持续承压，头部券商凸显韧性
 - 1.1 全年权益市场震荡下行，市场交投活跃度下滑
 - 1.2 轻资产业务相对稳健，重资产业务拖累业绩
 - 1.3 业绩分化加剧，自营与投行业务为业绩胜负手
 - 1.4 券商持续扩表，头部券商用资效率与盈利能力均领先

- ◎ 二、Q4自营表现环比改善，投行收入高基数下同比下滑
 - 2.1 经纪：传统经纪量价齐跌，财富管理短期承压
 - 2.2 投行：高基数下收入小幅下滑，头部优势格局稳固
 - 2.3 自营：Q4自营表现环比改善，头部券商收入更具韧性
 - 2.4 资管：规模收缩、结构改善，公募子公司贡献持续提升
 - 2.5 信用：两融与股质规模收缩，利息净收入同比下滑

- ◎ 三、投资建议与风险提示

3 投资建议与风险提示

➤ **投资建议：**全面注册制落地、资本市场长期向好，加速券商商业模式从周期向成长的转型升级。近期国内经济复苏持续推进、资本场景气度修复、交易热情回升，自营业务收入有望修复，投行业务在全面注册制主线下将具备长期成长性，看好2023年券商在去年低基数背景下的业绩改善。同时，截至2023年4月4日，证券指数II（申万）PB仅为1.27倍，处于历史相对低位，具备长期配置价值。建议关注综合实力领先、业绩稳健、兼具反弹弹性的低估值行业龙头中信证券、中金公司，以及财富管理主线优质标的东方财富。

➤ **风险提示：**

- 1、权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度及投资收益，进而影响证券行业整体业绩表现。
- 2、投资者风险偏好降低，交投活跃度或将下滑，拖累市场景气度。
- 3、宏观经济下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性。
- 4、资本市场改革不及预期，金融对外开放等改革措施推进放缓，资本市场政策红利低于预期。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。