

# 低点已过，等待反转

## ——证券行业2022年年报综述

行业评级：看好

2023年4月7日

分析师 梁凤洁  
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn  
电话 021-80108037  
证书编号 S1230520100001

研究助理 洪希柠  
邮箱 hongxining@stocke.com.cn  
研究助理 胡强  
邮箱 huqiang@stocke.com.cn

## 1、业绩概览：市场环境低迷，业绩应声回落符合预期

- 2022年上市券商营收、净利润合计3,963/1,087亿元，同比减少22%/29%，业绩符合预期。上市券商平均ROE为6.2%，同比下降4pct，平均杠杆倍数较2021年末小幅下降0.2倍至4.0倍，头部券商的盈利能力、杠杆水平高于平均水平。

## 2、业务拆解：财富管理短期承压，投资收入下滑较大

- **经纪业务**：2022年上市券商经纪业务净收入同比减少18%，主要是受交投活跃度下降及代销收入下滑影响。2022年日均股基成交额同比减少10%，月均新增投资者同比下降25%，市场交易情绪下降。代理买卖证券款中机构客户的占比提高，经纪业务机构化趋势加强。财富管理方面，代销收入合计同比下降25%，投顾业务发展势头较好，截至2022年9月底，54家展业的试点机构管理规模合计近1,200亿元，东方证券、华泰证券、中信证券等公司的投顾规模超百亿元，长期发展潜力充足。
- **投行业务**：2022年投行业务净收入同比减少5%，主要是因为承销规模同比下降。“三中一华”承销规模及市占率仍然占据行业前四名，2022年承销规模CR5占比较2021年提升2.5pct至53%，龙头公司强者恒强。
- **资管业务**：2022年资管业务净收入同比下滑11%，主要是因为市场赚钱效应较差、提取业绩报酬困难，券商资管净值也同比下降。中信证券是唯一一家私募资管规模过万亿元的券商，且规模约为第二名的两倍。公募方面，东方证券、中泰证券旗下公募对净利润的贡献分别为52%/27%，易方达、广发基金对广发证券的净利润贡献较22H1的22%进一步提升至2022的26%。
- **投资业务**：2022年投资净收入同比下降47%，金融资产稳步扩张但投资收益率大幅下降拖累投资表现。2022年末上市券商金融资产规模合计达4.4万亿元，同比增长8%。其中，衍生金融资产、其他债权投资同比增速较高，分别为30%/29%。
- **研发投入**：协会要求券商合理加大科技资金投入，公司年报中常见“金融科技战略”身影，加大研发投入成为行业趋势。其中，华泰证券2022年研发人员占员工总数的比例高达22%，历年信息技术投入金额稳居行业第一。

## 3、投资建议：估值仍有安全边际，关注Q1高弹性标的

- 展望23Q1，我们预计上市券商净利润总和将同比增长约50%，主要由投资净收入增长驱动。券商板块当前PB估值为1.4倍，处于10年13%分位，一季报业绩高弹性有望催化估值提升。继续看好财富管理、自营业务弹性较高的标的：东方证券、广发证券、东方财富，以及全面注册制背景下以大投行为主的机构化业务较强的头部券商：中信证券、中金公司（H）、华泰证券。

# 风险提示

- 1、宏观经济大幅下行
- 2、权益市场修复不及预期
- 3、资本市场改革不及预期

# 目录

CONTENTS

01 业绩概览

02 业务拆解

03 投资建议

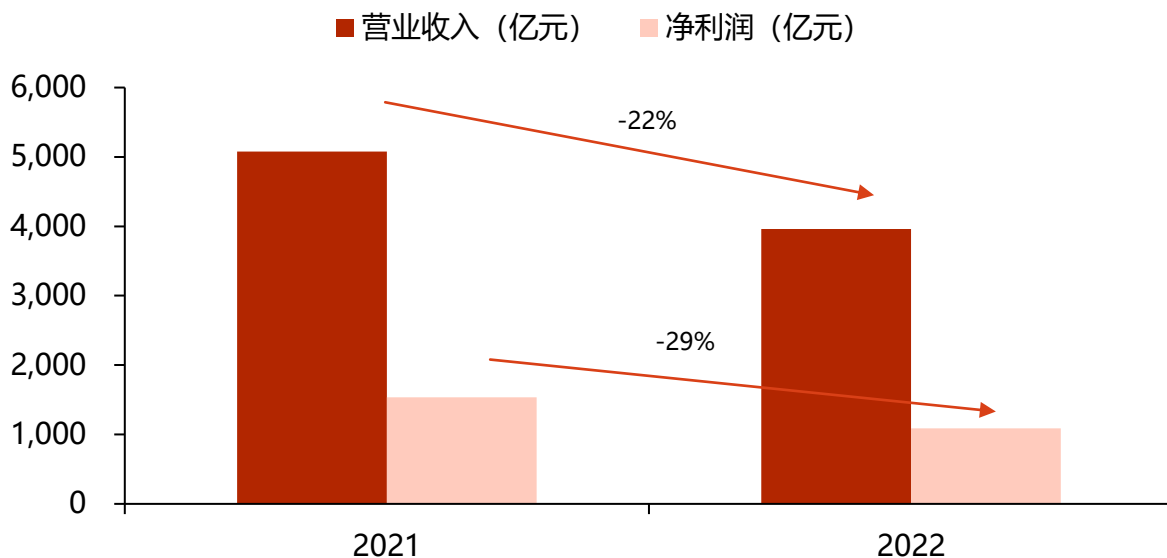
# 01

## 业绩概览

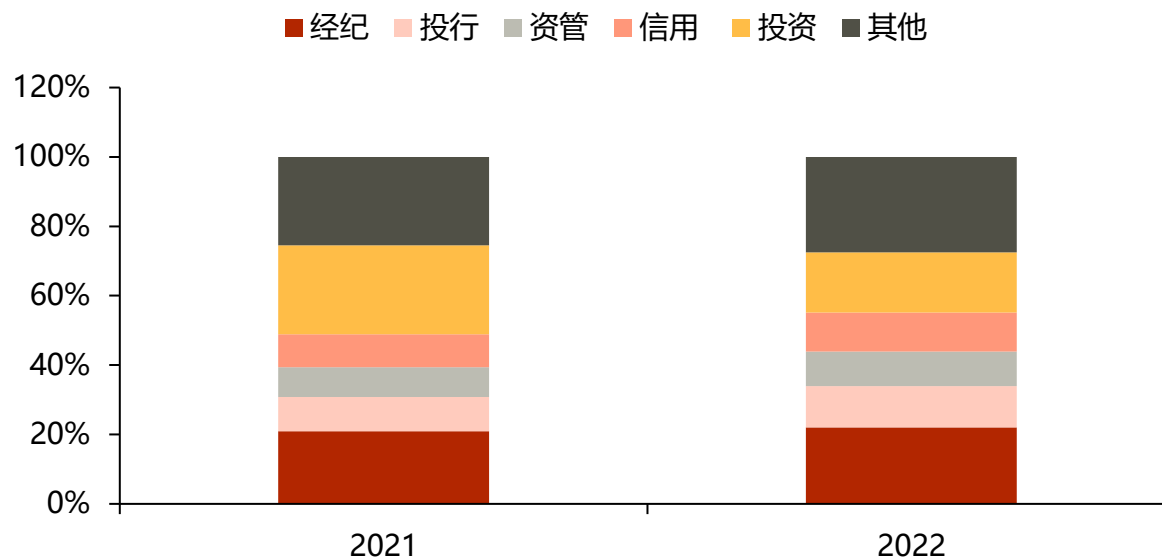
2022年上市券商营收合计同比下降22%，投资净收入仍是拖累业绩的主因，业务结构略有变化。

- 营收概况：**2022年我们统计的23家上市券商（已公布年报的券商，不包含金控公司和东方财富，下同）合计实现营业总收入3,963亿元，同比下降22%。分业务条线来看，经纪、投行、资管、利息、投资净收入同比增速分别为-18%/-5%/-11%/-7%/-47%，投资净收入仍是拖累业绩的主因。从业务结构来看，经纪、投行、资管、利息、投资收入占总营收的比重分别为22%/12%/10%/11%/17%，同比+1.1/+2.1/+1.2/+1.8/-8.3pct，投资净收入对营收的贡献度下降较大，投行收入贡献提高。

上市券商营收、净利润下滑



上市券商营收结构变化



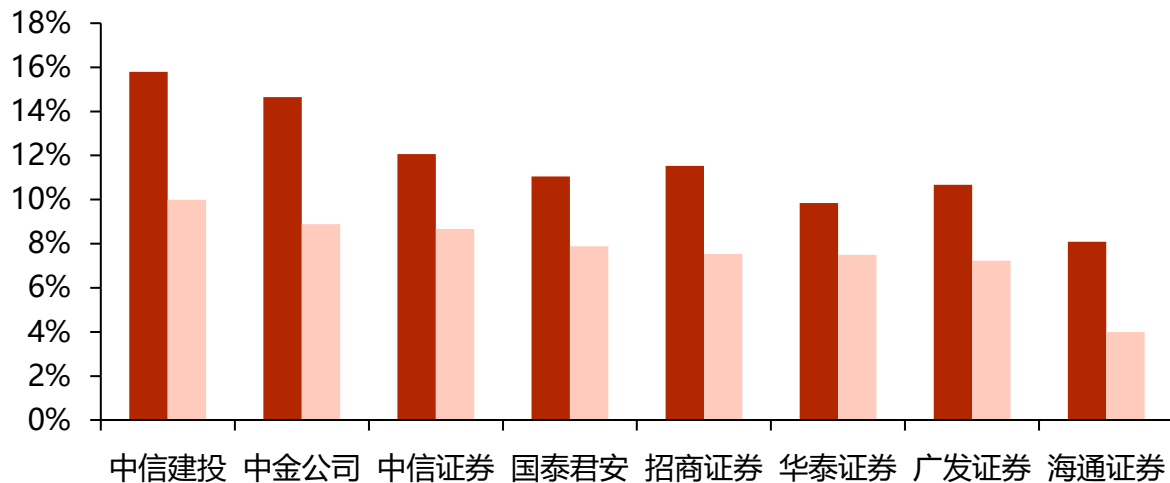
数据来源：Wind，浙商证券研究所。

## 2022年上市券商盈利能力下滑，但杠杆倍数继续小幅抬升。

- 盈利能力：**2022年上市券商合计实现归母净利润1,087亿元，同比减少29%。上市券商平均ROE为6.2%，同比下降4pct。2022年末上市券商平均杠杆倍数为4.0倍，较2021年末微降0.2倍。头部券商的ROE、杠杆倍数高于上市券商平均水平。

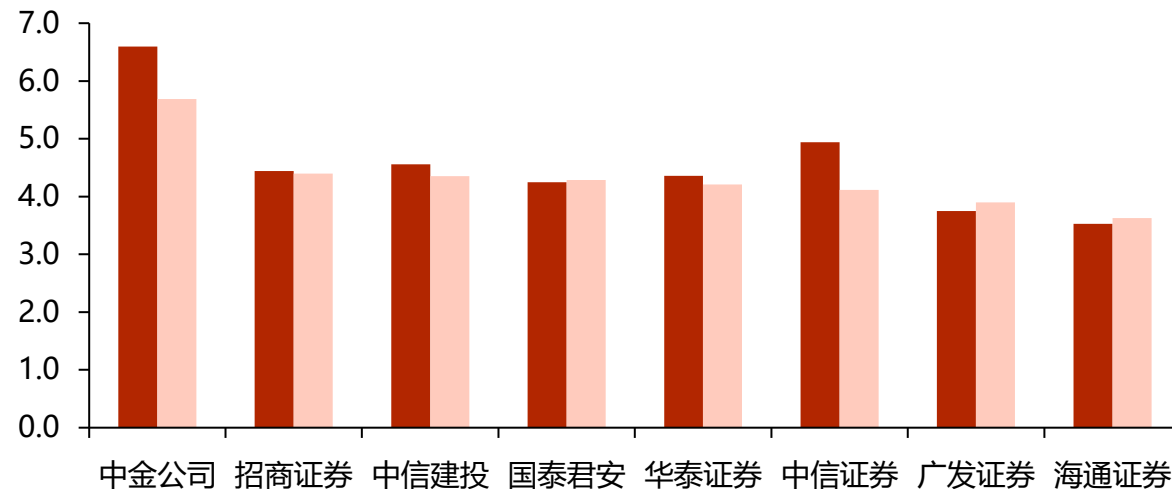
### 头部券商ROE

■ 2021 ■ 2022



### 头部券商杠杆倍数

■ 2021 ■ 2022



数据来源：Wind，浙商证券研究所。

## 上市券商2022年业绩概览

	总营收	YoY	净利润	YoY	经纪	YoY	投行	YoY	资管	YoY	利息	YoY	投资	YoY	ROE	杠杆倍数
中信证券	651	-15%	213	-8%	112	-20%	87	6%	109	-7%	58	9%	176	-22%	8.67%	4.1
国泰君安	355	-17%	115	-23%	76	-20%	43	6%	16	-8%	48	-15%	70	-39%	7.88%	4.3
华泰证券	320	-15%	111	-17%	71	-10%	40	-7%	38	0%	26	-30%	60	-47%	7.49%	4.2
招商证券	192	-35%	81	-31%	64	-19%	14	-45%	8	-20%	13	-21%	51	-46%	7.54%	4.4
广发证券	251	-27%	79	-27%	64	-20%	6	41%	89	-10%	41	-17%	13	-78%	7.23%	3.9
中国银河	336	-7%	78	-26%	64	-23%	7	10%	4	-15%	52	-5%	56	-22%	8.21%	4.9
中金公司	261	-13%	76	-30%	52	-13%	70	0%	14	-11%	-10	3%	106	-28%	8.88%	5.7
中信建投	276	-8%	75	-27%	59	-5%	59	5%	10	-2%	24	37%	45	-44%	9.99%	4.4
海通证券	259	-40%	65	-49%	47	-22%	42	-15%	23	-38%	62	-6%	-10	-110%	3.99%	3.6
光大证券	108	-35%	32	-8%	33	-24%	13	-28%	15	-6%	21	-16%	11	-24%	5.27%	3.0
东方证券	187	-23%	30	-44%	31	-15%	17	2%	26	-27%	16	12%	19	-42%	4.16%	3.2
申万宏源	206	-40%	28	-70%	52	-20%	19	5%	13	-9%	1	-91%	51	-51%	2.93%	4.5
方正证券	78	-10%	21	18%	36	-23%	5	22%	2	-9%	18	-14%	11	52%	5.09%	3.1
国元证券	53	-13%	17	-9%	10	-15%	8	-18%	1	-11%	20	10%	-1	-109%	5.32%	3.1
浙商证券	168	2%	17	-25%	19	-10%	8	-28%	4	10%	8	16%	7	-63%	6.58%	3.6
信达证券	34	-10%	12	5%	9	-13%	2	-61%	3	63%	3	-39%	6	-8%	9.39%	3.4
华安证券	32	-9%	12	-17%	10	-15%	2	-21%	5	12%	5	-26%	6	-21%	5.98%	2.8
国联证券	26	-12%	8	-14%	5	-10%	5	-6%	2	38%	1	-44%	12	-17%	4.62%	3.8
中泰证券	93	-29%	6	-82%	37	-15%	10	-21%	6	-1%	21	19%	-4	-112%	1.61%	3.7
东兴证券	34	-36%	5	-69%	8	-24%	12	6%	2	58%	15	47%	-7	-178%	1.96%	3.3
华林证券	14	0%	5	-4%	5	-10%	2	-19%	0	33%	4	-6%	2	234%	7.39%	1.9
中原证券	19	-57%	1	-79%	6	-25%	3	-58%	0	26%	1	-5%	5	-48%	0.78%	2.7
红塔证券	8	-88%	0	-98%	2	-22%	1	-11%	0	-61%	1	314%	1	-97%	0.17%	1.8

数据来源：Wind，浙商证券研究所。



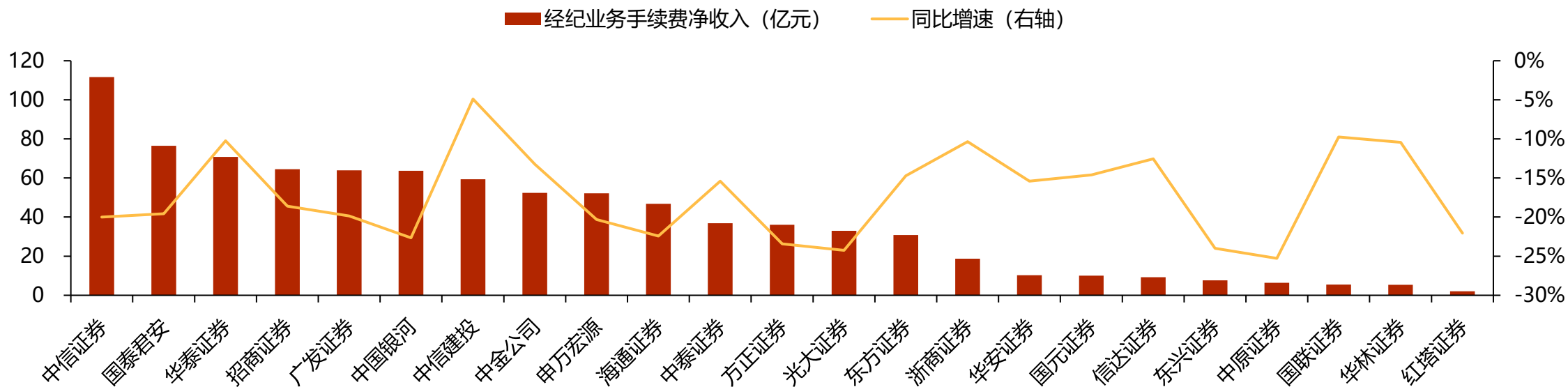
# 02

## 业务拆解

**2022年上市券商经纪业务净收入同比减少18%，主要是受股基金成交额下降以及代销金融产品收入下滑拖累。**

- 2022上市券商经纪业务收入合计为873亿元，同比减少18%，主要是因为权益市场低迷的情况下股基成交额及代销金融产品收入同比下滑。
- 收入排名前三的公司为中信证券、国泰君安、华泰证券，分别实现经纪业务净收入112、76、71亿元；收入增速排名前三的公司为中信建投、国联证券、华泰证券，增速分别为-4.9%/-9.8%/-10.2%。

**2022年上市券商经纪业务净收入及增速**



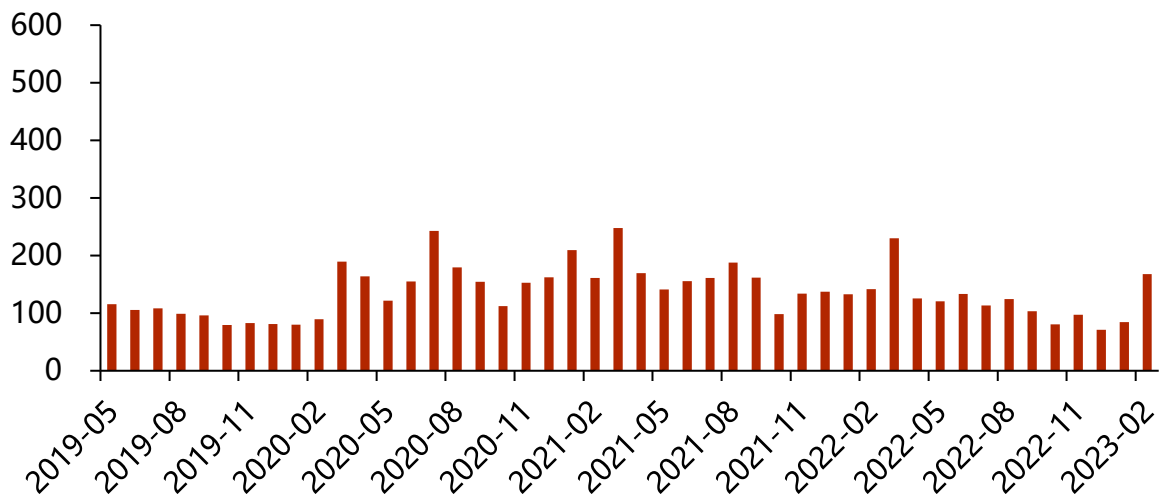
数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

## 2022年日均股基成交额同比减少10%，月均新增投资者同比下降25%，交投活跃度下降。

- 投资者：**2022年股市震荡，投资者入市情绪不高，月均新增投资者数量为123万人，较2021年的164万人同比下降25%。2023年2月环比1月显著增长98%至168万人，入市情绪随着市场表现回暖而提高。
- 成交额：**2022年市场日均股基成交额为1.02万亿元，较2021年的1.13万亿元同比下降10%，拖累代理买卖证券业务净收入。2023年1-3月单月日均股基成交额分别为0.97/1.00/1.04万亿元，呈逐月增长趋势。随着市场情绪回暖、入市投资者数量增加，交投活跃度提高将带动代买收入增长。

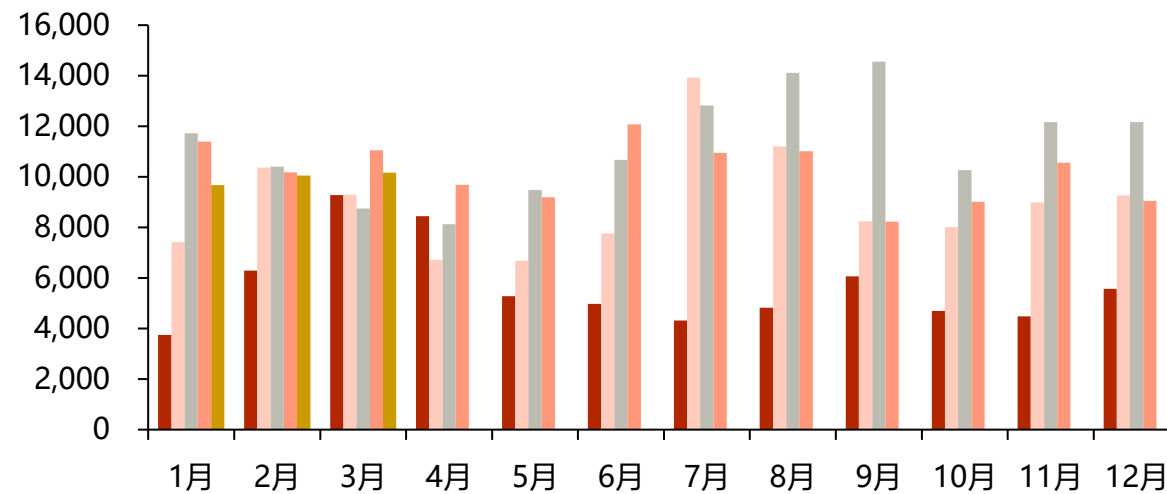
### 月度新增投资者数量 (万人)

■ 新增投资者数量



### 月度日均股基成交额 (亿元)

■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022 ■ 2023



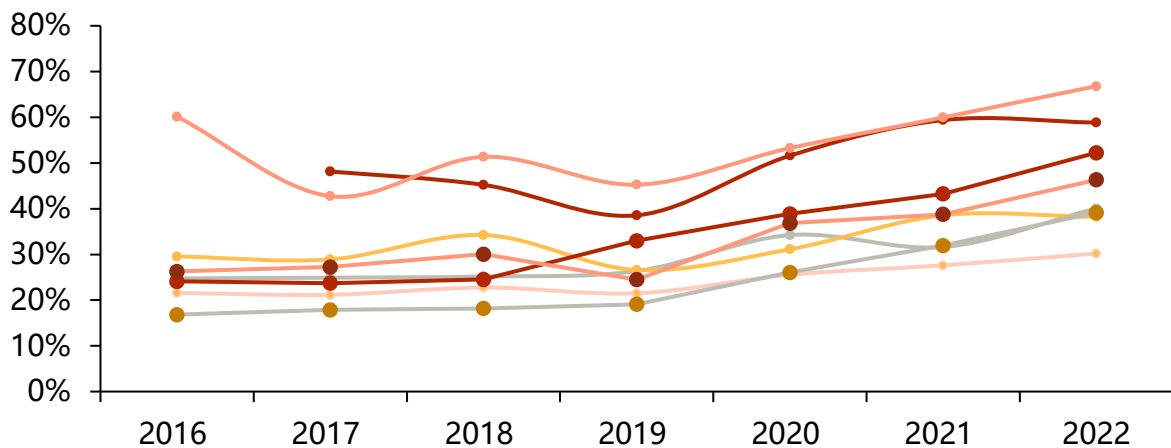
数据来源：Wind，浙商证券研究所。

## 经纪业务的机构化趋势加强，中信证券、中金公司机构化程度领先。

- 机构化趋势加强：**根据八家头部券商的年报数据可以看出，2022年券商代理买卖证券款中机构客户的占比以及交易单元席位租赁收入占经纪业务净收入的比重继续提高。机构投资者的交易行为比个人投资者更加稳定，机构化趋势的提高能够加强经纪业务的稳定性。

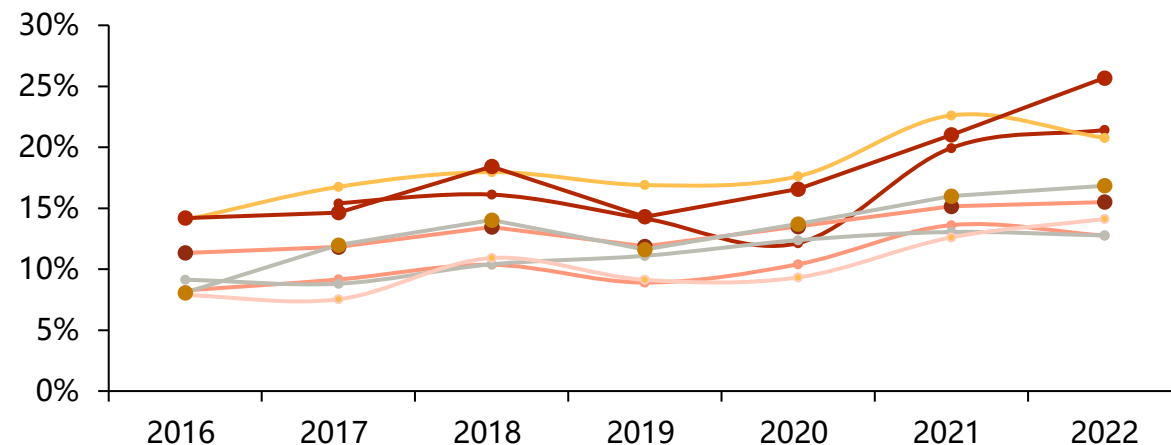
### 头部券商代理买卖证券款中机构客户占比较高

● 中金公司 ● 中信证券 ● 华泰证券 ● 国泰君安  
 ● 海通证券 ● 中信建投 ● 招商证券 ● 广发证券



### 头部券商席位租赁收入在经纪业务净收入中占比提高

● 中金公司 ● 中信证券 ● 华泰证券 ● 国泰君安  
 ● 海通证券 ● 中信建投 ● 招商证券 ● 广发证券

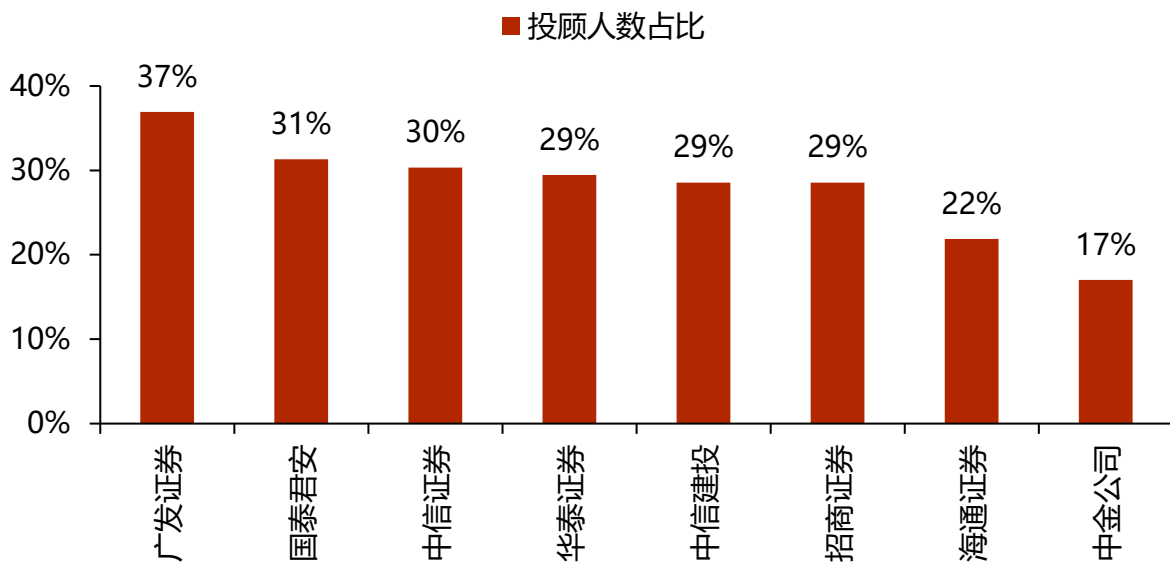


数据来源：公司年报，浙商证券研究所。

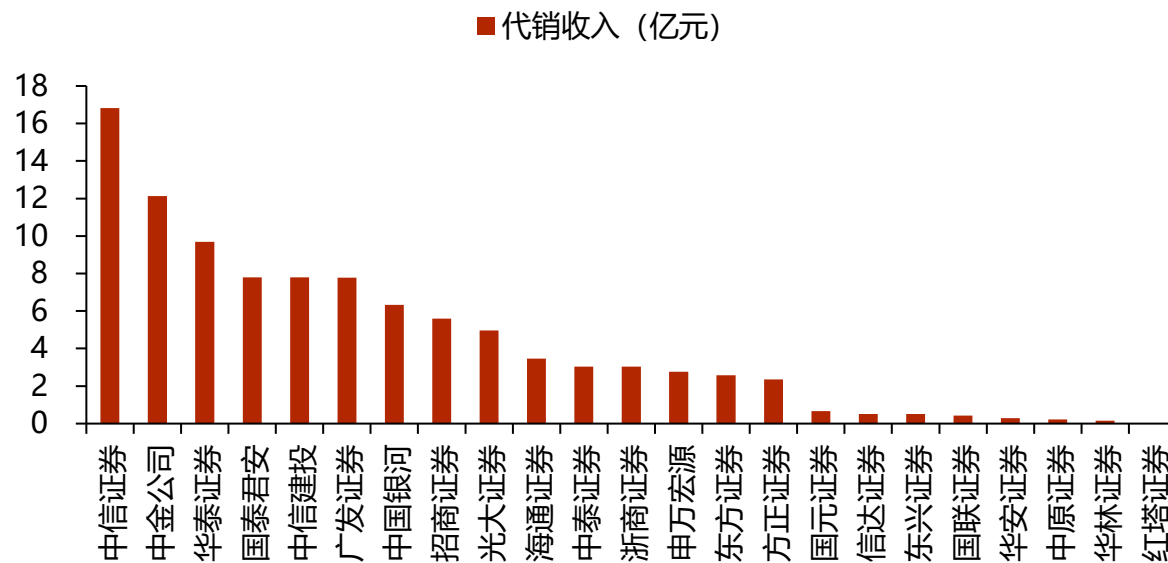
受投资情绪低迷影响， 代销收入同比下降25%， 投顾人数占比高的券商代销收入领先。

- **代销收入**：2022年上市公司合计代销金融产品收入合计99亿元， 同比下降25%， 占营收比重为11%。其中， 中信证券、 中金公司、 华泰证券代销收入领先， 分别为16.8、 12.1、 9.7亿元。根据协会披露的数据， 截至2023年3月31日， 广发证券、 国泰君安、 中信证券投顾人数占员工总人数比重为37%/31%/30%， 投顾团队壮大支撑代销业务发展。

头部券商投顾人数占比



2022年上市券商代销收入 (亿元)



数据来源：Wind， 公司年报， 证券业协会， 浙商证券研究所。注：投顾人数为合并口径。

## 买方投顾转型加速，基金投顾AUM近1,200亿元。

- 代销规模：**根据协会披露，截至2022年末，证券公司代理销售金融产品保有规模2.75万亿元，其中公募基金占比较高。代销公募基金保有规模排名靠前的是投顾人数占比较高的中信证券、华泰证券、广发证券等公司。
- 投顾规模：**根据《投顾业务的全球实践与中国展望》报告，截至2022年9月底，共有60家机构获得了基金投顾试点资格，包括25家基金及基金子公司、29家证券公司、3家第三方销售机构、3家商业银行。其中54家试点机构已经展业，涉及440万个账户，95%为小微账户（10万元以下），管理规模合计近1200亿元。

22Q4末	股票+混合公募基金保有规模（亿元）	非货币市场公募基金保有规模（亿元）
中信证券	1,417	1,733
华泰证券	1,226	1,367
广发证券	821	948
中信建投	723	807
招商证券	683	736
中国银河	571	595
平安证券	505	528
国泰君安	499	638
国信证券	477	511
东方证券	397	409

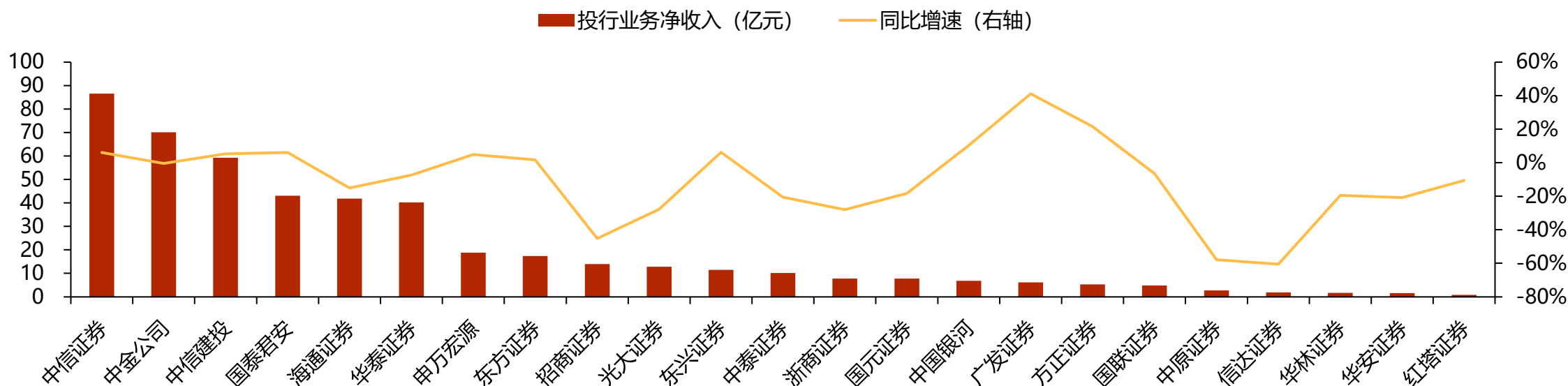
公司名称	基金投顾主要内容
中金公司	买方投顾产品保有量稳定在近800亿元（不止是基金投顾规模）。
中信建投	基金投资顾问业务试点进展情况良好，累计签约12.60万户。
华泰证券	截至报告期末，基金投资顾问业务授权资产人民币139.13亿元、参与客户数量61.76万户。
国泰君安	2022年末，“君享投”投顾业务客户资产保有规模57.22亿元、较上年末增长88.6%，其中，公募基金投顾签约客户资产保有规模18.00亿元、较上年末增长229.7%。
申万宏源	截至报告期末，公司公募基金投顾累计签约客户超6万人，存量客户人均委托资产达到人民币6.20万元；共上线5大类多个组合策略，累计复投率达69%以上，客户平均使用投资顾问服务时间超639天。
国联证券	公司基金投顾业务保持稳健发展，截至报告期末，公司基金投顾业务签约总户数24.03万户，基金投顾签约资产规模68.80亿元。
中信证券	公募基金投顾业务累计签约客户近14万户、累计签约资产超百亿元。
招商证券	持续打造买方投顾业务，着力发展“e招投”基金投顾和“智远私行”特色业务。
东方证券	公司基金投顾业务服务模式逐步成熟，客户服务体验良好，规模增速明显，业务规模约人民币149亿元。
光大证券	投顾业务快速起步，正式上线“金阳光管家”基金投顾服务，证券投顾业务签约规模成倍增长，资产配置体系进一步完善。
东兴证券	基金投资顾问业务试点通过中国证监会现场验收，并正式对外展业，投顾产品规模稳定增长。
华安证券	基金投顾“鑫易投”上线展业。

数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。

2022年上市券商投行业务净收入同比减少5%，主要是因为承销规模同比下降。

- 2022年上市券商投行业务收入合计为473亿元，同比小幅减少5%，主要是因为行业承销规模同比下降。
- 收入排名前三的公司为中信证券、中金公司、中信建投，分别实现投行业务净收入87、70、59亿元；收入增速排名前三的公司为广发证券、方正证券、中国银河，增速分别为41%/22%/10%。

2022年上市券商投行业务净收入及增速

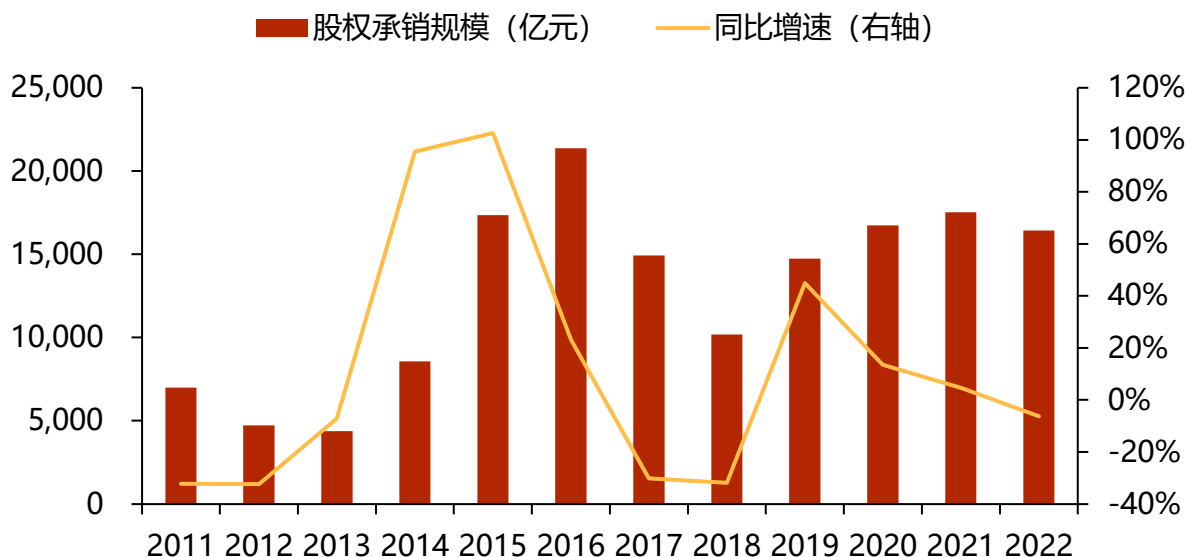


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

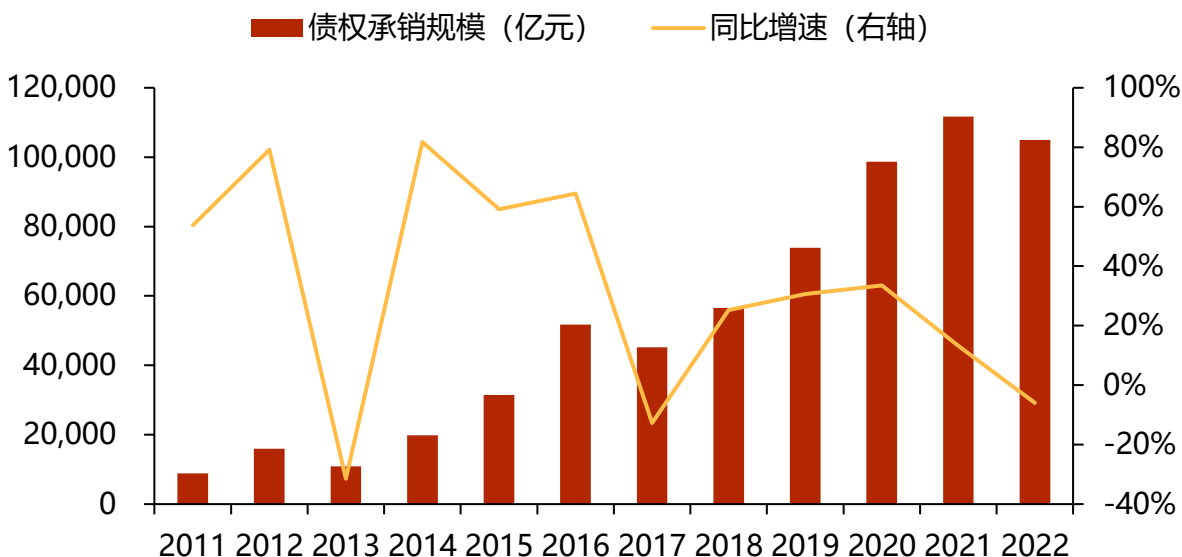
2022年上市券商投行业务净收入同比减少5%，主要是因为承销规模同比下降。

- 2022年行业股权承销规模（Wind口径）16,429亿元，同比减少6%。其中，IPO和再融资规模分别为5,869/10,560亿元，同比下降1%/9%。2022年行业债权承销规模104,994亿元，同比减少6%。

### 行业股权承销规模及增速



### 行业债权承销规模及增速



数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：股权承销包括首发、增发、配股、优先股、可转债；债权承销包括可交债、地方政府债、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、定向工具、国际机构债、政府支持机构债、ABS。

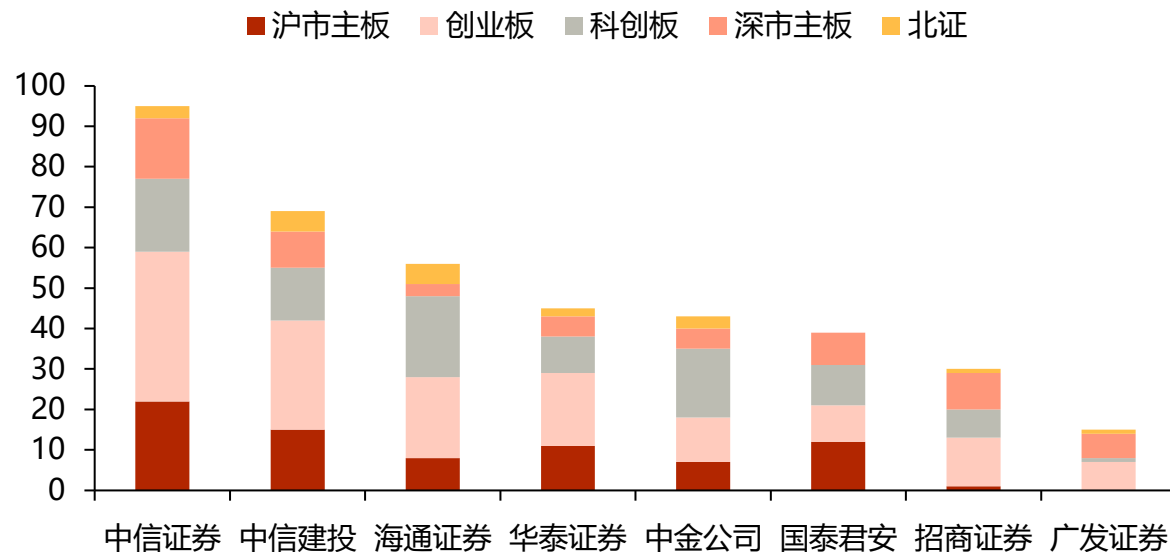


从承销规模市占率、IPO项目储备数量来看，龙头公司强者恒强。

- **龙头公司强者恒强：**“三中一华”承销规模及市占率仍然占据行业前四名，2022年承销规模CR5占比较2021年提升2.5pct至53%。根据wind数据，中信证券、中信建投、海通证券IPO项目储备数量排名行业前三，分别为95/69/56个。

2022	合计 (亿元)	市场份 额 (%)	首发 (亿元)	市场份 额 (%)	增发 (亿元)	市场份 额 (%)	配股 (亿元)	市场份 额 (%)	可转债 (亿元)	市场份 额 (%)	债权 (亿元)	市场份 额 (%)
中信证券	18,924	15.58	1,503	25.60	1,568	21.69	83	13.43	444	16.34	15,327	14.60
中信建投	13,759	11.33	569	9.69	768	10.62	-	-	482	17.76	11,940	11.37
中金公司	11,261	9.27	790	13.47	1,155	15.97	110	17.85	157	5.77	9,049	8.62
华泰证券	10,960	9.03	331	5.63	1,000	13.84	12	1.90	224	8.24	9,394	8.95
国泰君安	8,984	7.40	335	5.71	510	7.05	-	-	207	7.63	7,932	7.55
海通证券	3,760	3.10	383	6.53	115	1.59	-	-	39	1.45	3,223	3.07
光大证券	3,731	3.07	101	1.71	46	0.64	32	5.20	15	0.55	3,537	3.37
东方证券	3,581	2.95	75	1.28	118	1.63	44	7.08	32	1.17	3,313	3.16
平安证券	3,357	2.76	11	0.18	49	0.68	32	5.20	-	-	3,266	3.11
招商证券	3,125	2.57	124	2.11	97	1.34	33	5.32	165	6.07	2,707	2.58

头部券商IPO项目储备数量

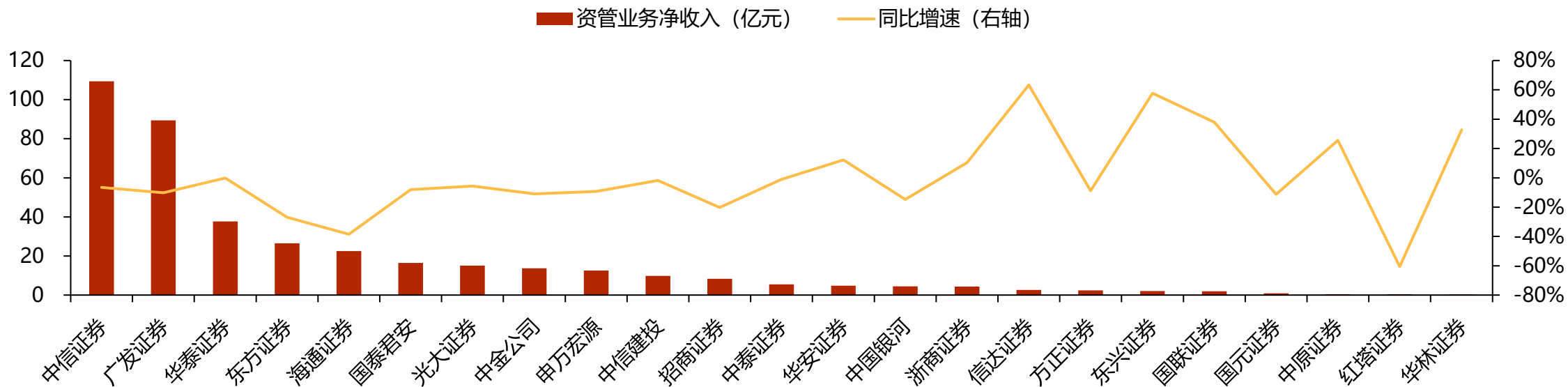


数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：IPO项目储备数量截至2023年4月2日，不包括暂缓表决、终止审查、终止注册、不予注册的项目。

2022年上市券商资管业务净收入同比下滑11%，主要是因为市场赚钱效应较差、提取业绩报酬困难。

- 2022年上市券商资管业务净收入合计为392亿元，同比下滑11%，主要是因为市场赚钱效应较差、提取业绩报酬困难，券商资管净值也同比下降。
- 收入排名前三的公司为中信证券、广发证券、华泰证券，分别实现资管业务净收入109、89、38亿元；收入增速排名前三的公司为信达证券、东兴证券、国联证券，增速分别为63%/58%/38%。

2022年上市券商资管业务净收入及增速

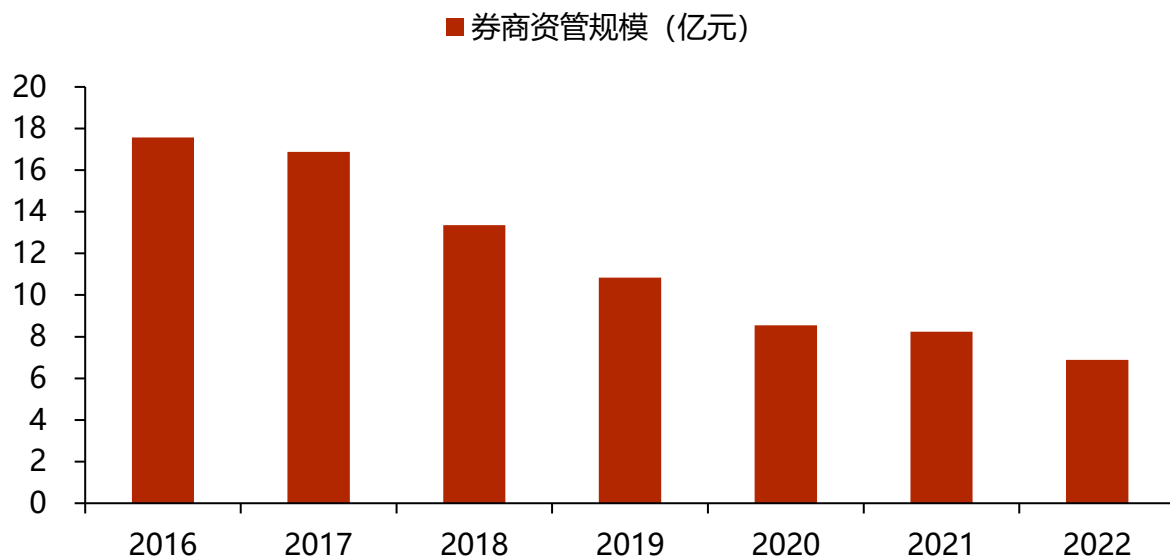


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

### 行业资管规模同比下滑16.5%，中信证券一枝独秀。

- **资管规模继续下滑，中信证券遥遥领先：**截至2022年末，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模6.87万亿元，较2021年末减少16.5%。从月均私募资管规模来看，中信证券、中银国际、中金公司排名前三。中信证券是唯一一家规模过万亿元的券商，且规模约为第二名的两倍。

#### 券商资管规模继续下滑



排名	公司名称	22Q4日均规模 (亿元)
1	中信证券股份有限公司	10,917.06
2	中银国际证券股份有限公司	5,342.99
3	中国国际金融股份有限公司	4,088.02
4	上海光大证券资产管理有限公司	3,934.19
5	中信建投证券股份有限公司	3,763.76
6	上海国泰君安证券资产管理有限公司	3,049.16
7	广发证券资产管理(广东)有限公司	2,991.21
8	申万宏源证券有限公司	2,585.77
9	招商证券资产管理有限公司	2,284.57
10	国金证券股份有限公司	2,000.06
11	平安证券股份有限公司	1,964.93
12	华泰证券(上海)资产管理有限公司	1,872.92
13	中泰证券(上海)资产管理有限公司	1,614.77
14	财通证券资产管理有限公司	1,211.19
15	安信证券资产管理有限公司	1,184.15
16	首创证券股份有限公司	929.42
17	国信证券股份有限公司	923.01
18	五矿证券有限公司	826.66
19	银河金汇证券资产管理有限公司	823.50
20	上海东方证券资产管理有限公司	684.72

数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。

- **公募基金利润贡献度提高：**2022年公募基金持续为券商贡献净利润，东方证券、中泰证券旗下公募对净利润的贡献分别为52%/27%，易方达、广发基金对广发证券的净利润贡献较22H1的22%进一步提升至2022的26%，公募基金是支柱业务。

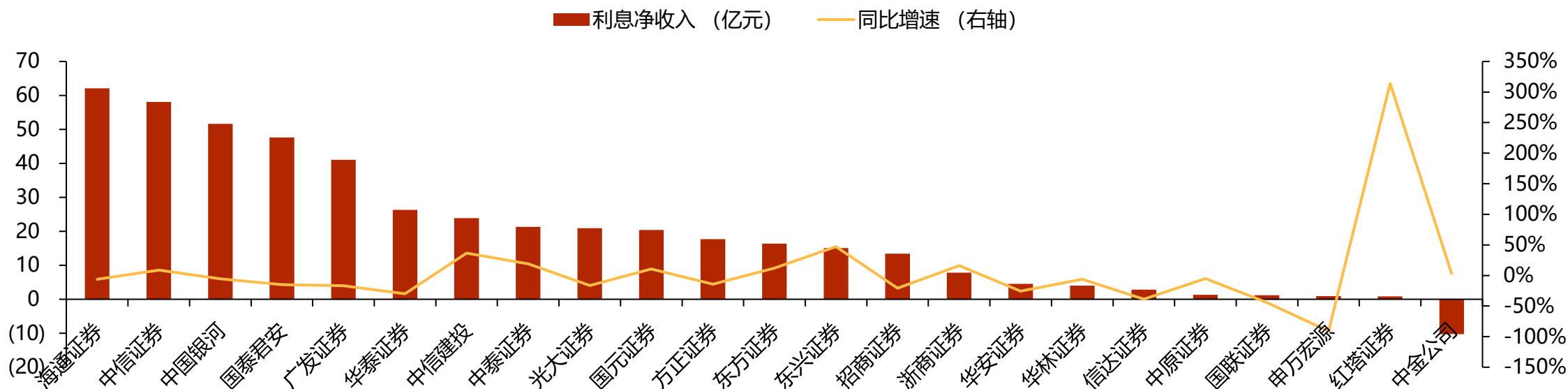
券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金营业收入	基金净利润 (亿元)	券商归母净利润 (亿元)	对22A净利润贡献	对22A净利润贡献合计
东方证券	东方红	100%	27	8	30	28%	52%
	汇添富基金	35%	68	21	30	25%	
中泰证券	万家基金	49%	16	3	6	27%	27%
广发证券	广发基金	55%	84	21	79	15%	26%
	易方达基金	23%	139	38	79	11%	
申万宏源	富国基金	28%	74	21	28	21%	24%
	申万菱信基金	67%	6	1	28	3%	
招商证券	博时基金	49%	53	17	81	10%	21%
	招商基金	45%	58	18	81	10%	
海通证券	富国基金	28%	74	21	65	9%	12%
	海富通基金	51%	13	5	65	4%	
华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	14	4	111	2%	8%
	南方基金	41%	65	18	111	7%	
中信证券	华夏基金	62%	75	22	213	6%	6%
光大证券	光大保德信基金	55%	5	1	32	2%	5%
	大成基金	25%	19	4	32	3%	
国泰君安	华安基金	51%	36	10	115	5%	5%
东兴证券	东兴基金	100%	1	0	5	2%	2%
国元证券	长盛基金	41%	5	1	17	2%	2%
华安证券	华富基金	49%	4	0	12	2%	2%
方正证券	方正富邦基金	67%	3	0	21	1%	1%
浙商证券	浙商基金	25%	3	0	17	1%	1%
中信建投	中信建投基金	100%	3	0	75	0%	0%
国联证券	中海基金	33%	2	(0)	8	-1%	-1%
红塔证券	红塔红土基金	59%	0	(1)	0	-78%	-78%

数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

2022年上市券商利息净收入为449亿元，同比减少7%，主要是因为日均两融余额及股票质押规模下降。

- 2022年上市券商利息净收入合计为449亿元，同比减少7%，受两融、股票质押规模下降拖累。
- 收入排名前三的公司为海通证券、中信证券、银河证券，分别实现利息净收入62、58、52亿元；收入增速排名前三的公司为红塔证券、东兴证券、中信建投，增速分别为314%/47%/37%。

2022年上市券商利息净收入及增速

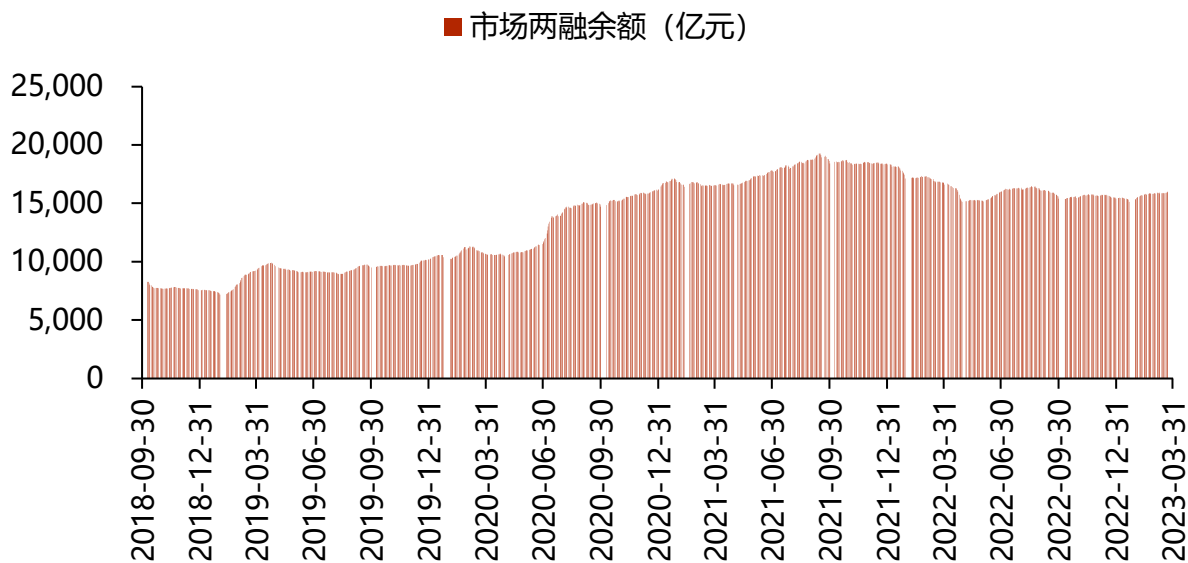


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

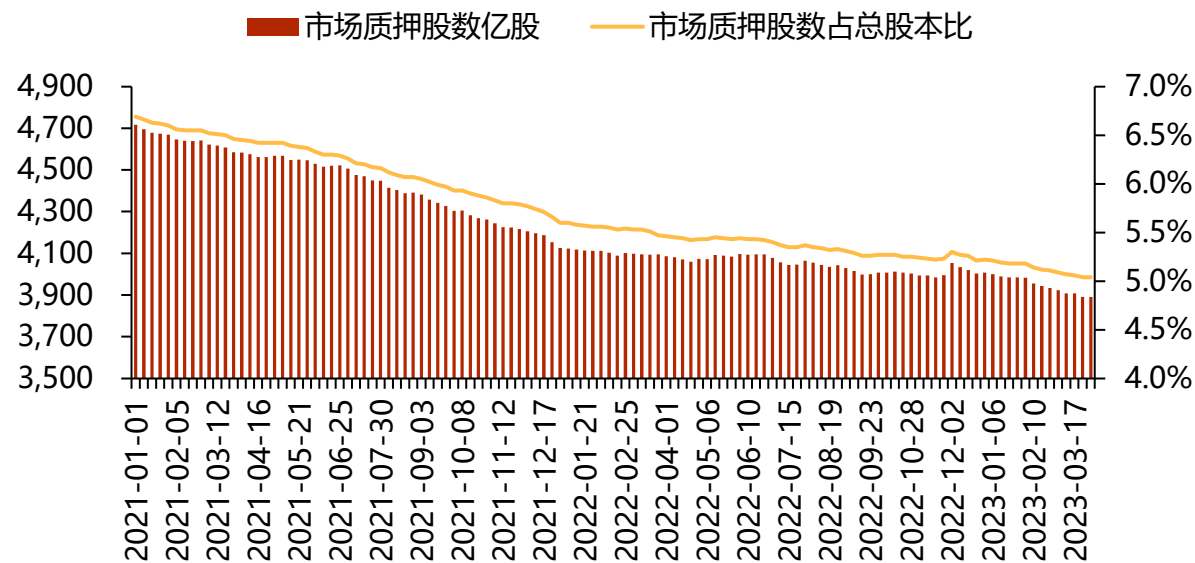
## 2022年日均两融余额同比下降8%，政策利好、资金投放支撑两融业务长期稳步发展。

- 2022年日均两融余额为1.62万亿元，较2021年下降8%。截至2022年末，两融余额仅为1.54万亿元；市场股票质押规模同比下降23%至32,017亿元，质押股数同比下降3%。2022年以来，两融业务利好政策不断推出，中证金融下调转融资费率、两融标的第7次扩容，全面注册制征求意见稿中提及新股在上市首日即纳入两融标的范围。2020年以来券商再融资的资金投向中，资本中介业务的资金占比接近40%，支撑两融业务稳步发展。

### 2022年以来市场两融余额回落



### 市场质押股数及占比下降

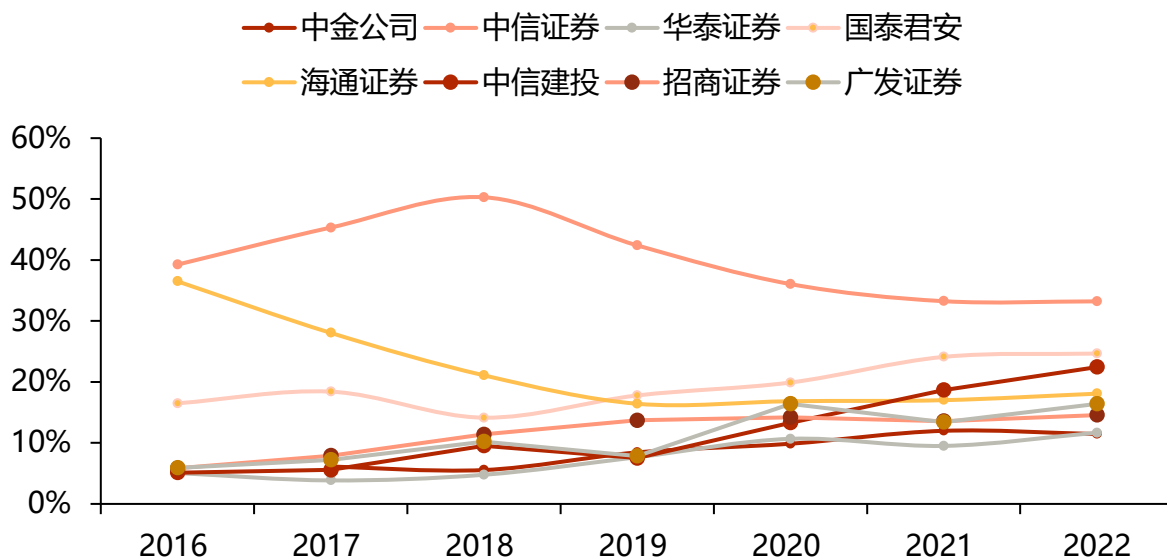


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

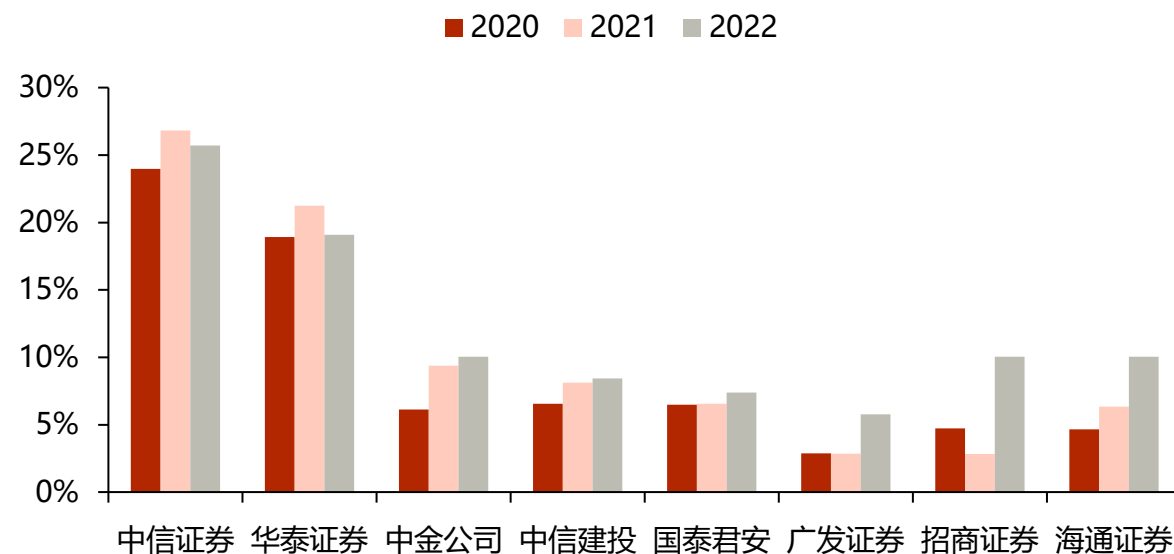
信用业务机构化程度提高，中信证券、华泰证券融券余额市占率合计接近50%。

- **机构化程度提高：**从融出资金结构来看，两融业务的机构客户资金占比持续提高。截至2022年末，中信证券融出资金中机构客户占比达33%。融券业务保持较高集中度，截至2022年末，中信证券、华泰证券融券余额市占率分别为24%/19%。

头部券商融出资金中机构客户占比提高



券商融券业务集中度较高

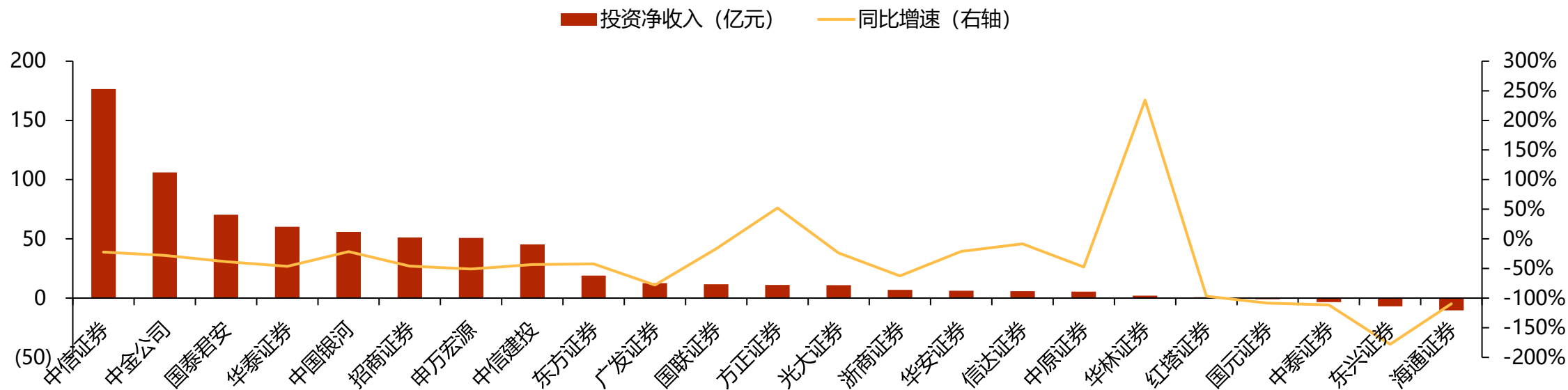


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

## 2022年上市券商投资净收入同比下降47%，金融资产稳步扩张但投资收益率大幅下降。

- 2022年上市券商投资净收入合计687亿元，同比降低47%，主要是因为股票市场震荡导致投资收益率降低。
- 收入排名前三的公司为中信证券、中金公司、国泰君安，分别实现投资净收入176、106、70亿元；收入增速排名前三的公司为华林证券、方正证券、信达证券，增速分别为234%/52%/-8%。

### 2022年上市券商投资净收入及增速



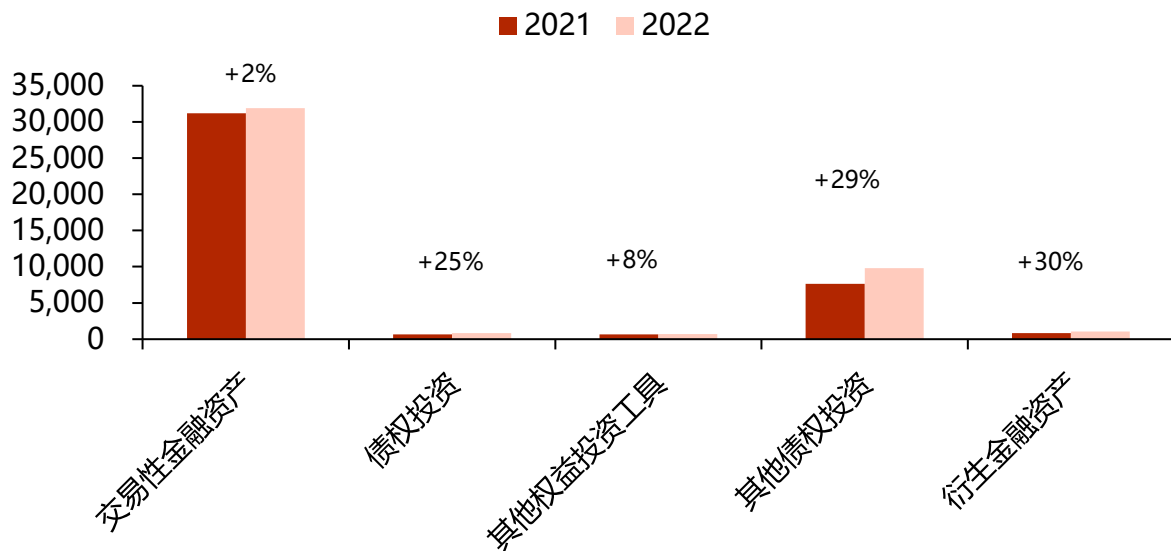
数据来源：Wind，浙商证券研究所。



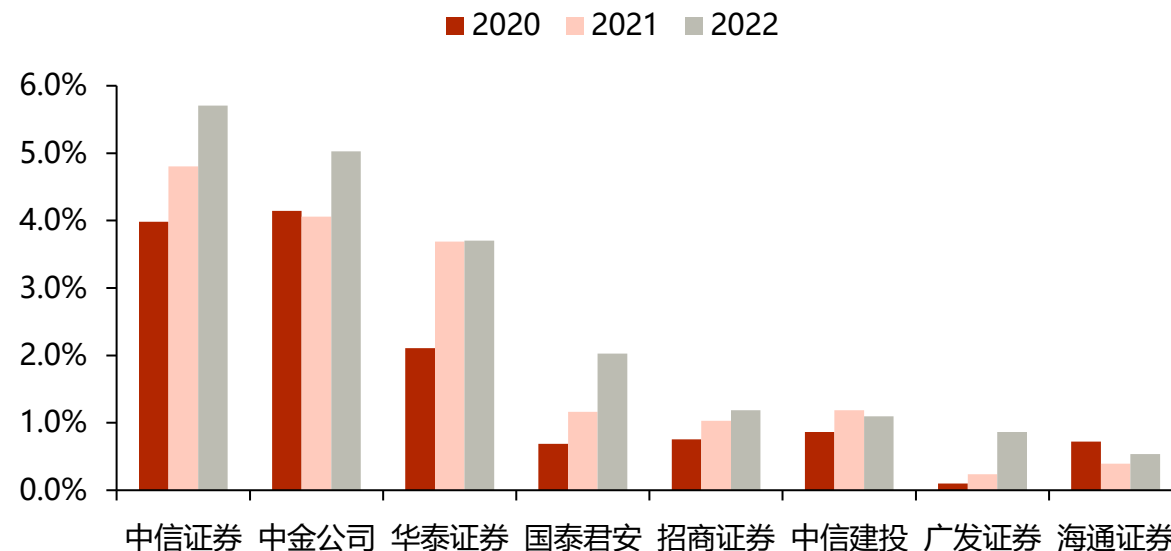
## 2022年上市券商金融资产规模继续稳步扩张，衍生金融资产增速最高。

- 资产规模扩张：**2022年末上市券商金融资产规模合计达4.4万亿元，同比增长8%。其中，衍生金融资产、其他债权投资、债权投资同比增速较高，分别为30%/29%/25%。衍生金融资产占金融资产比重为2.4%，同比提高0.4pct，中信证券、中金公司、华泰证券等衍生品业务发展领先的公司占比更高。

### 上市券商金融资产规模（亿元）及增速



### 头部券商衍生金融资产占比高于上市券商平均水平



数据来源：Wind，浙商证券研究所。

## 协会鼓励券商加大研发投入，年报中常见“金融科技战略”身影。

- 2023年初，中证协就《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》征求意见，提出建立科学合理的科技投入机制，要求行业合理加大科技资金投入，鼓励有条件的公司2023-2025三个年度信息科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的8%或平均营业收入的6%。券商纷纷加大研发投入，多家券商年报中可见金融科技相关发展战略。

公司名称	金融科技相关战略或应用
华泰证券	以股权投资为纽带，聚集优秀科技创新公司，加快构建金融科技生态，积极布局大数据、人工智能、区块链、云计算、RPA 安全等前沿领域，构筑面向未来的科技能力储备。
中金公司	公司充分抓住中国金融科技蓬勃发展的优势条件，积极与中国领先的科技企业开展战略合作，以数据和技术拓展新产品、新业务、新模式。
国泰君安	高度重视对科技的战略性投入，持续推进自主金融科技创新，是金融科技在证券行业应用的先行者，信息技术投入始终位居行业前列。
海通证券	围绕公司“十四五”科技发展规划，“数字海通 2.0”建设提档加速，具有海通自主知识产权的科技产品体系基本成型，形成“e海”系列商标 21 个，覆盖各业务条线，贯穿经营管理全领域。
东方证券	公司大力推进金融科技能力建设，全面推动数字化转型，持续推进人工智能、区块链等创新技术中台建设，公司东方雨燕极速交易系统 OST 技术实现纳秒级穿透时延，东证期货完成繁微智能投研平台 3.0 大版本迭代，在科技赋能方面为客户提供市场最前沿的技术服务。
中信证券	不断探索人工智能、大数据等金融科技在风险管理领域的应用，推动数字化和智能化风险管理升级。依托公司的数据平台和人工智能平台，利用知识图谱及数据挖掘等技术手段丰富客户画像和舆情监测，提升风险管理前瞻性，借助分布式、流式计算、中间件等高性能技术实现风险计量性能优化。
中泰证券	公司高度重视金融科技发展，注重科技投入和人才队伍建设，搭建了一支素质过硬、科研能力突出的金融科技团队，持续构建“科技牵引，全面赋能”的金融科技体系，以金融科技赋能业务发展、推动业务创新、强化支撑体系。公司借助人工智能、大数据、云计算、生物识别等先进技术，推动金融科技与业务深度融合，自主研发了资金运营管理平台、公募基金投顾服务中台，打造了极致交易系统 XTP、齐富通 APP 等多个行业领先的科技平台。
申万宏源	坚持金融科技的战略性基础性支撑作用，数字化转型全面提速，加快突破企业级架构建设，完善自主知识产权 APP 功能，以金融科技牵引业务创新。
广发证券	坚持以科技创新引领业务发展，不断加大金融科技投入，主动运用先进理念、技术和工具，持续推进公司金融科技与业务的深度融合，提升数字化水平。

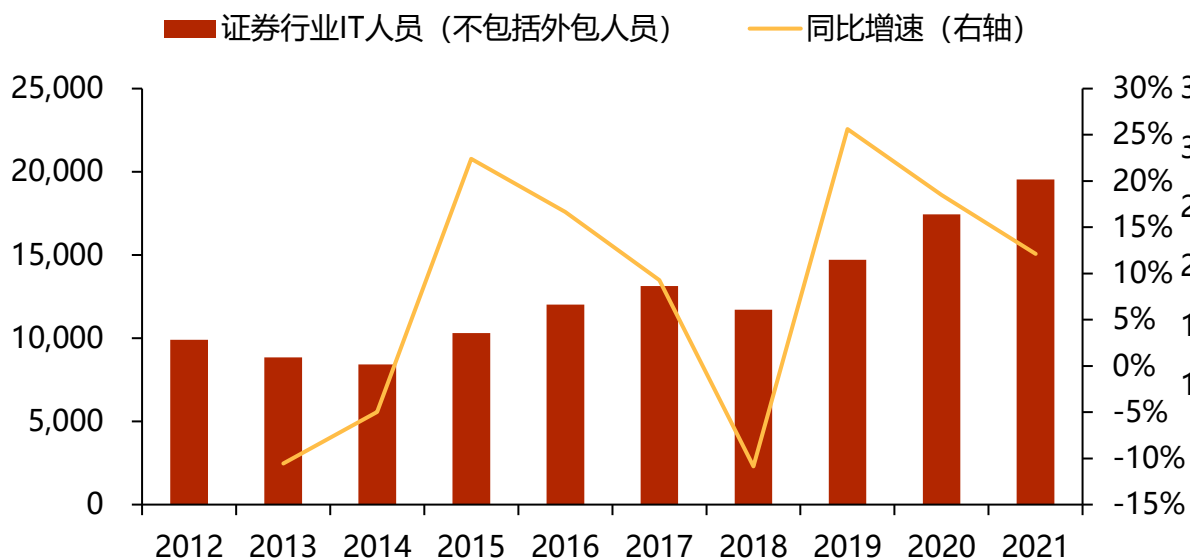
	研发投入合计 (百万元)	研发投入总额 占营收比例	研发人员数量	研发人员数量占公司 总人数的比例
华泰证券	/	/	3,667	21.83%
华林证券	104	7.47%	179	15.30%
光大证券	203	6.35%	425	4.98%
中泰证券	203	2.18%	337	3.45%
东方证券	493	2.63%	287	3.42%
方正证券	/	/	250	3.13%
国联证券	23	0.89%	65	2.41%
浙商证券	27	0.16%	100	2.01%
红塔证券	0.4	0.05%	11	1.05%

数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

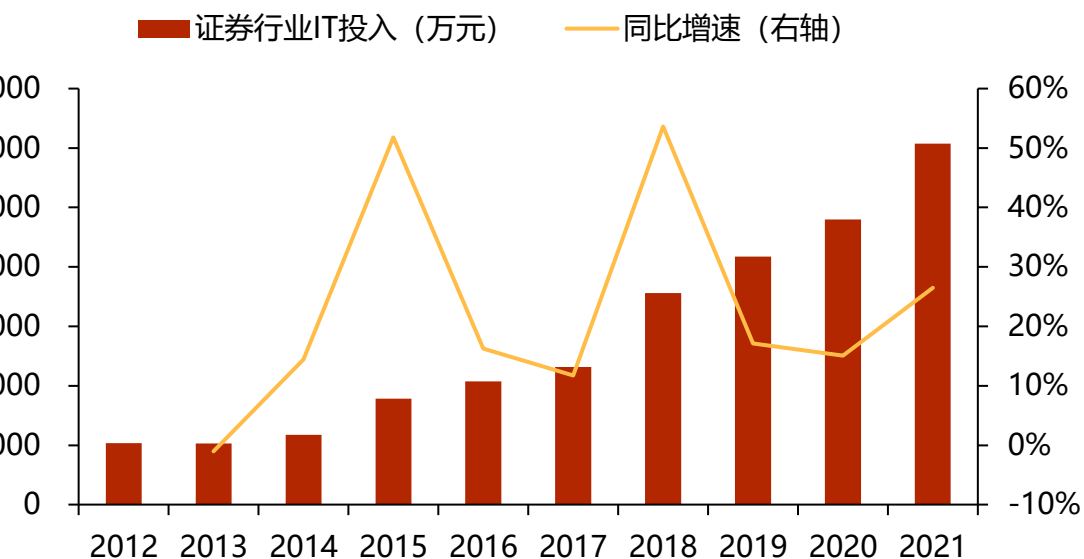
信息技术投入是行业内重要的评价指标，中小券商和头部券商中均有佼佼者。

- 信息技术资金和人员的投入可以在一定程度上反映对金融科技的重视及投入程度。证券行业金融科技投入不断加码，行业IT人员从2012年的9,903人增长至2021年的19,548人，复合增速为8%；证券行业IT资金投入从2012年的52亿元增长至2021年的304亿元，复合增速为22%。

证券行业IT人员及增速



证券行业IT投入金额及增速

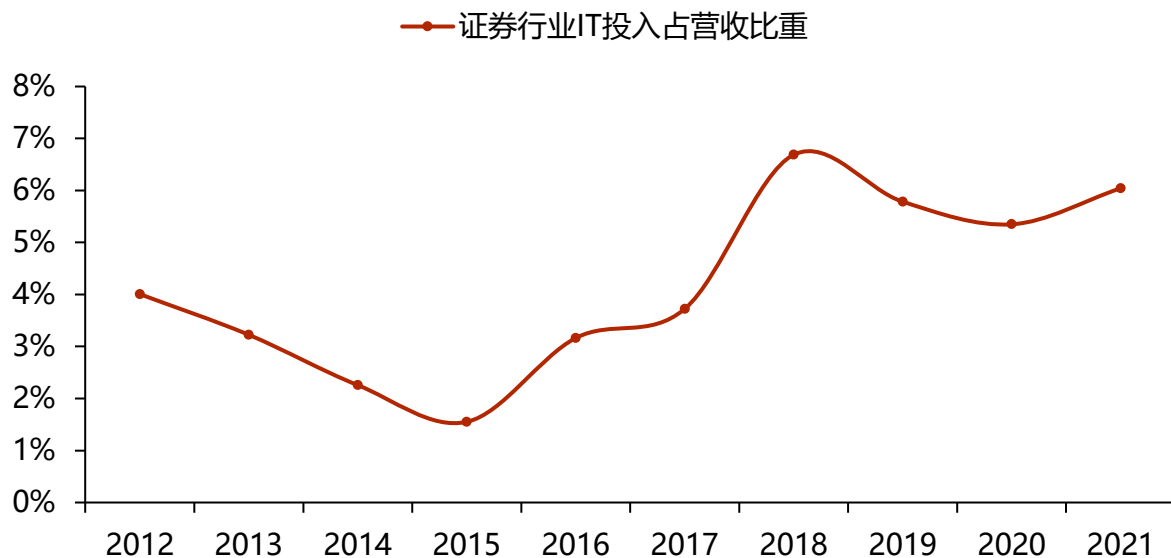


数据来源：证券业协会，浙商证券研究所。

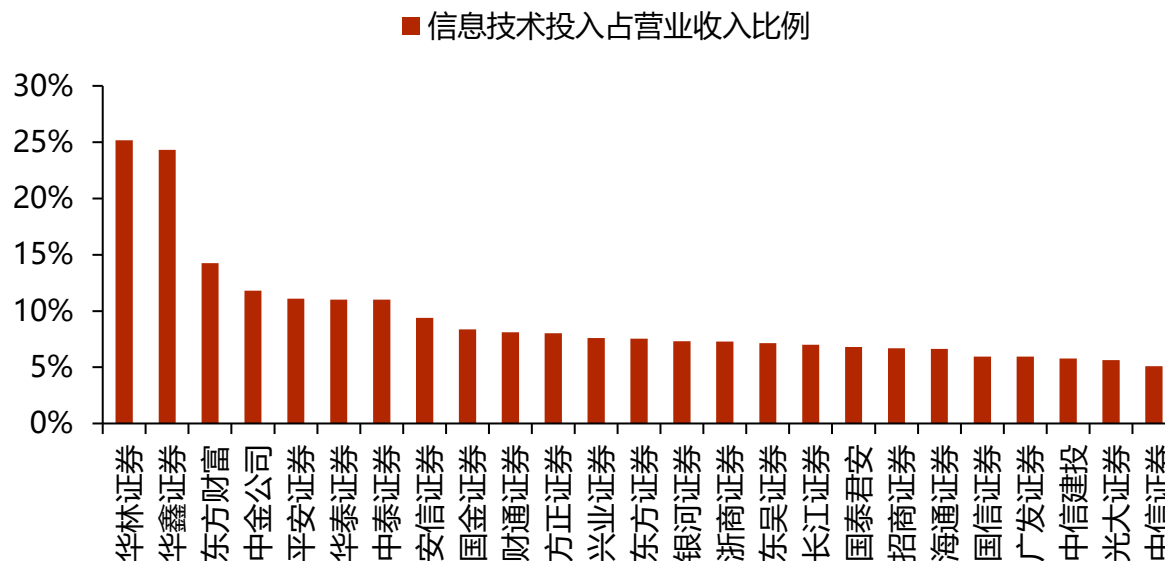
信息技术投入是行业内重要的评价指标，中小券商和头部券商中均有佼佼者。

- 从行业层面来看，证券行业IT投入资金占营收比重从2012年的4%提升至2021年的6%。从公司层面来看，中金公司、华泰证券等头部券商IT投入占比名列前茅。部分中小券商也不甘示弱，加大IT投入比例，积极推进数字化转型，2021年华林证券、华鑫证券IT投入资金占营收比重分别为25%/24%。

证券行业IT投入占营收比重



2021年部分券商信息技术投入占营业收入比例



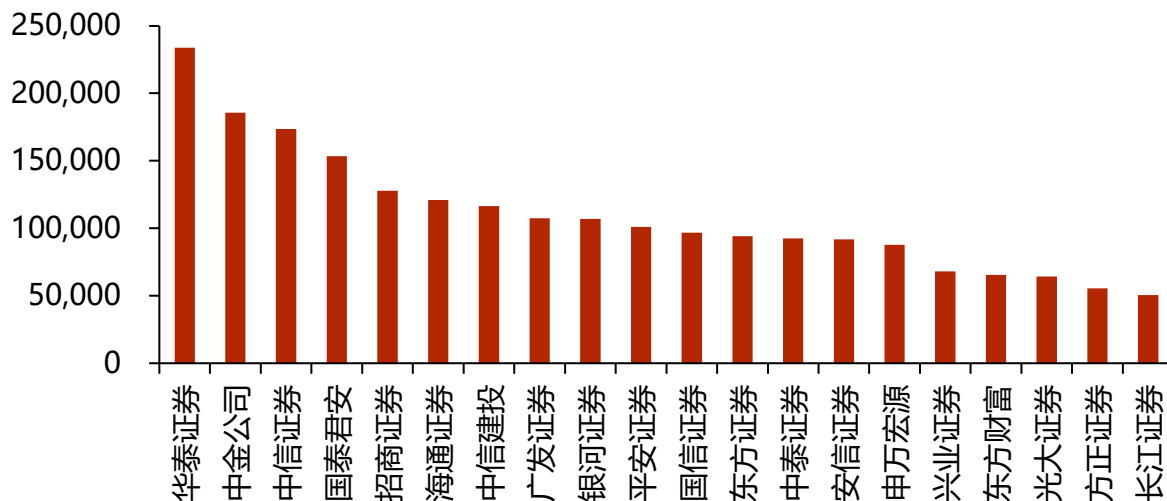
数据来源：证券业协会，浙商证券研究所。

信息技术投入是行业内重要的评价指标，中小券商和头部券商中均有佼佼者。

- 从信息技术投入金额来看，排名领先的均为头部券商，一贯重视信息技术创新的华泰证券稳居第一，2021年投入金额超200亿元。从信息技术人员占比来看，2021年华泰证券IT人员占比达22%，遥遥领先同业，积极进行数字化转型的华林证券排名第二。

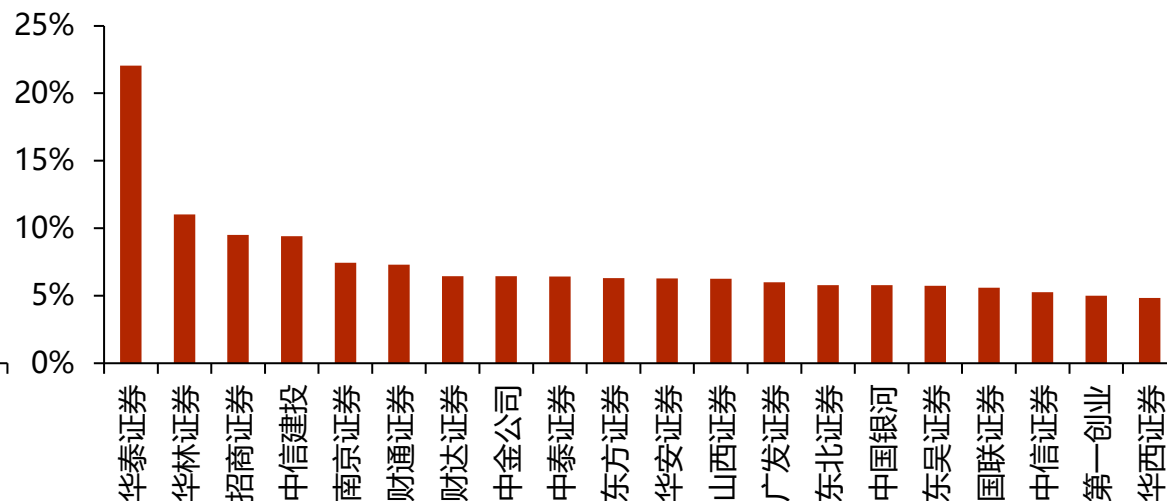
2021年部分券商信息技术投入金额

■ 信息技术投入 (万元)



2021年部分券商IT人员占比

■ IT人员占比



数据来源：证券业协会，公司年报，浙商证券研究所。

# 03

## 投资建议

我们预计23Q1上市券商净利润总和将同比增长约50%，主要由投资净收入增长驱动。

- (1) 轻资产业务：**①财富管理：截至2023年3月末，市场日均股基成交额为10,087亿元，较22Q1同比下降8%。截至3月末，公募基金存量规模为26万亿元，同比增长4%。市场成交额下滑，公募基金规模继续扩大，券商资管结构优化带来费率提升，推测经纪业务、资管业务收入分别同比-7%/+2%。②投资银行：截至3月末，市场股权、债权承销规模分别为3,450/25,894亿元，同比变化分别为-17%/4%，推测将拖累23Q1投行业务收入下滑约10%。
- (2) 重资产业务：**①两融业务：截至2023年3月末，市场两融余额达1.61万亿，较年初增长4%，体现出风险偏好有所提升。但23Q1的日均两融数据仍然较22Q1下降10%至1.57万亿，主要是因为2021年末至2022年初两融规模处于历史高位。预计23Q1在两融规模下滑的影响下利息净收入同比减少约6%；②投资业务：受权益市场震荡下行影响（22Q1上证综指-11%，沪深300指数-15%），22Q1上市券商投资净收入合计为-21亿元，同比减少106%，成为拖累22Q1业绩的主因。2023年初至今大盘表现较好，23Q1上证综指+6%，沪深300指数+5%，判断券商投资收益率回升。22Q3末，上市券商交易性金融资产合计达3.9万亿元，较2021年末增长4%。推测交易性金融资产规模继续稳步扩张，叠加投资收益率的回升，投资净收入有望大幅反弹至300亿左右的水平。

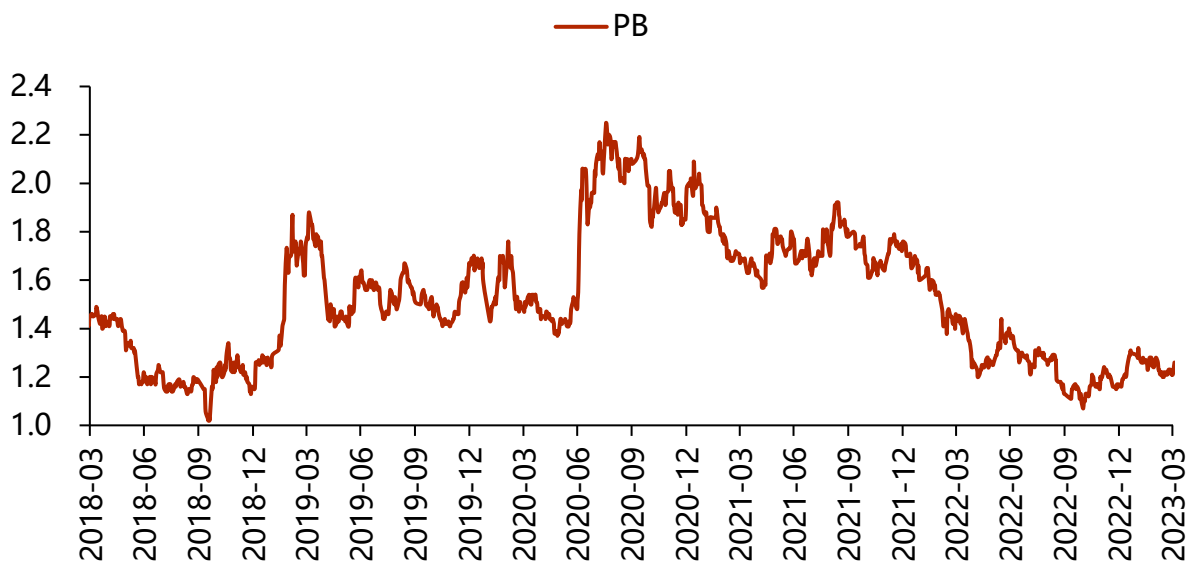
业务	指标	22Q1	23Q1	同比增速	业务	指标	22Q1	23Q1	同比增速
经纪	日均股基成交额 (亿元)	10,920	10,087	-8%	投行	股权承销规模 (亿元)	4,179	3,450	-17%
	新发基金份额 (亿份)	2,705	2,734	1%		其中：IPO规模 (亿元)	1,799	651	-64%
信用	日均两融余额 (亿元)	17,373	15,713	-10%		债权承销规模 (亿元)	24,925	25,894	4%
	期末两融余额 (亿元)	16,728	16,067	-4%	公募基金存量规模 (亿元)	249,851	260,365	4%	
投资	上证综指涨跌幅	-10.65%	5.94%	17pct	资管	其中：货币基金存量规模	100,088	104,549	4%
	沪深300涨跌幅	-14.53%	4.63%	19pct		其中：非货币基金存量规模	149,763	155,817	4%

数据来源：Wind，浙商证券研究所。

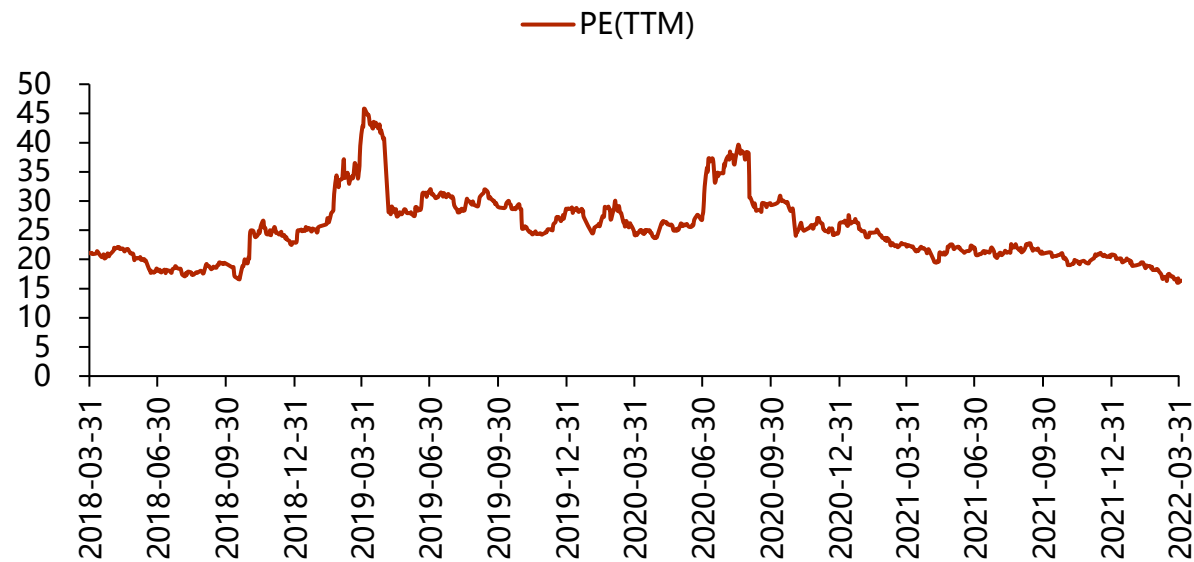
### 估值具有安全边际，一季报业绩弹性较高有望催化估值提升。

- 券商板块当前PB估值为1.4倍，处于10年13%分位。券商一季报业绩弹性较高，有望催化估值提升。继续看好财富管理、自营业务弹性较高的标的：东方证券、广发证券、东方财富，以及全面注册制背景下以大投行为主的机构化业务较强的头部券商：中信证券、中金公司（H）、华泰证券。

#### 券商板块PB估值



#### 券商板块PE估值



数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：板块估值截至2023年4月3日。



- 1、宏观经济大幅下行：宏观经济大幅下行会影响资本市场景气度、居民收入与风险偏好，可能导致个人、机构投资者减少股票、基金投资，进而影响证券公司盈利能力。**
- 2、权益市场修复不及预期：证券公司业绩反转依赖权益市场投资收益率、新发基金份额等指标的恢复，若修复不及预期，业绩反转力度可能受到影响。**
- 3、资本市场改革不及预期：证券公司多项业务受益于资本市场改革带来的行业景气度上行，若改革进度远不及预期，公司业绩表现可能受到影响。**

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>