证券II行业深度报告

证券行业 2022 年报&2023 年一季报综述：盈利拐点显现，全面复苏可期

增持（维持）

2023 年 05 月 04 日

证券分析师 胡翔
执业证书：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn
证券分析师 朱洁羽
执业证书：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn
证券分析师 葛玉翔
执业证书：S0600522040002
021-60199761
geyx@dwzq.com.cn

投资要点

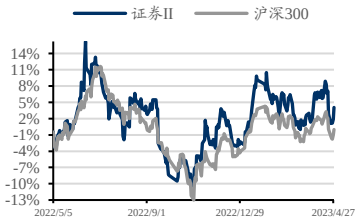
- **业绩概览：拨云见日，曙光乍现：1）证券行业颓势逐渐扭转，23Q1 业绩深蹲起跳。①整体情况：2022 年证券行业整体表现不佳，自营驱动行业 2023Q1 业绩显著回升。**2022 年，由于市场行情及交投情绪均趋低迷，44 家上市券商合计营收同比-23%至 5029 亿元，合计归母净利润同比-32%至 1358 亿元。2023Q1，受益于宏观经济复苏带动证券行业景气度复苏，44 家上市券商合计营收同比+37%至 1377 亿元，合计归母净利润同比+78%至 450 亿元。**②分业务概览：2023 年一季度自营业务收入大幅反弹，其他业务短期依旧承压。**2023Q1，除自营业务收入由-18 亿元大幅扭正至 500 亿元外，经纪/投行/资管/信用业务净收入分别-17%/-25%/-2%/-18%至 264/105/111/110 亿元。**③杠杆率及 ROE 情况：2023Q1 证券行业杠杆率获得恢复，带动 ROE 稳步回升。**2023Q1 上市券商平均杠杆率 3.49，较 2022 年+4%，行业整体 ROE 同比+2.86pct 至 7.47%。**2）龙头券商保持稳健，中小券商呈现业绩高弹性。**2023Q1，头部券商净利润增速普遍低于行业平均，部分中小券商基于 2022Q1 低基数以及强业绩弹性实现了显著的短期业绩反转。

- **分业务情况：自营业务驱动行业复苏，其余业务仍待提振：1）自营：经济提振带动行情修复，投资收益同比大增。**2023Q1，主要指数均跑出了正收益率（深证成指/上证指数/上证 50/沪深 300 涨跌幅分别为 6.45%/5.94%/1.01%/4.63%），带动上市券商合计自营业务收入由-18 亿元同比大幅扭正至 500 亿元。除华林证券外，其余上市券商均实现了自营业务收入的正增长或扭正。**2）财富管理：交投情绪未见回升，经纪及资管业务持续承压。**受市场景气度下滑拖累，2023Q1 日均股基成交额-9.33%至 9876 亿元，2023 年 2 月末券商资管规模较 2022 年末-4%至 65721 亿元。受此影响，上市券商合计经纪业务收入同比-17%至 264 亿元，合计资管业务收入同比-2%至 111 亿元。2023Q1 上市券商经纪业务收入普遍下滑，但是资管业务表现存在较大分化。**3）投行：头部集中趋势明显，全面注册制打开想象空间。**2023Q1 上市券商合计投行业务收入同比-25%至 105 亿元，降幅较大，预计随着全面注册制的推开将获得修复。2023Q1 上市券商投行业务收入 CR5 为 52%，头部效应依旧显著。**4）信用：两融市场遇冷，利息净收入普遍收缩。**2023Q1，两融余额同比-3%至 16728 亿元，上市券商合计利息净收入-16%至 124 亿元。

- **行业估值逼近历史底部，板块机会值得关注：1）我们预计 2023 年证券行业净利润同比增长 24.57%，各项业务有望迎来全面复苏。①短期市场情绪反转叠加长期权益市场景气度，证券行业财富管理业务有望持续受益。**我们预计 2023 年中性假设下证券行业经纪业务净收入同比+22.1%至 1604 亿元，资管业务净收入同比+4.9%至 300 亿元。**②受益于全面注册制等资本市场改革持续深化，投行业务将稳健发展。**我们预计 2023 年中性假设下证券行业投行业务收入将同比+14.0%至 799 亿元。**③市场行情延续叠加风险偏好回升，带动信用及自营业务实现增长。**我们预计 2023 年中性假设下行业利息净收入同比+12.4%至 804 亿元，行业证券投资收益（含公允价值变动）将同比+20.0%至 824 亿元。**2）政策催化行业估值提升，当前板块估值逼近历史底部，具有显著的配置价值。**当前证券板块估值处于历史低位（截至 2023 年 4 月 28 日，证券 II 指数 PB 估值为 1.22 倍，历史分位数 3.70%）。宏观环境及资本市场改革推动券商行业 ROE 中枢稳固抬升，券商估值将迎来修复，具有显著长期投资价值。**财富管理方向推荐【东方财富】，建议关注【广发证券】、【东方证券】；全面注册制方向推荐【中信证券】、【中金公司（H）】；AI 方向建议关注【华泰证券】。**

- **风险提示：**1）市场活跃度下滑；2）宏观经济复苏不及预期；3）全面注册制推进不及预期；4）外围局势紧张影响行业。

行业走势



相关研究

《股票型基金新发环比高增，且申购情绪极强》
2023-03-07

《全面注册制：变革意义不亚于股权分置改革！》
2023-02-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 业绩概览：拨云见日，曙光乍现 4
1.1. 证券行业颓势逐渐扭转，23Q1 业绩深蹲起跳 4
1.2. 龙头券商保持稳健，中小券商呈现业绩高弹性 5
2. 分业务情况：自营业务驱动行业复苏，其余业务仍待提振 7
2.1. 自营：经济提振带动行情修复，投资收益同比大增 7
2.2. 财富管理：交投情绪未见回升，经纪及资管业务持续承压 9
2.3. 投行：头部集中趋势明显，全面注册制打开想象空间 11
2.4. 信用：两融市场遇冷，利息净收入普遍收缩 13
3. 行业估值逼近历史底部，板块机会值得关注 15
4. 风险提示 16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 2021、2022 年上市券商营收及归母净利润情况 4
图 2: 2022Q1、2023Q1 上市券商营收及归母净利润情况 4
图 3: 2021&2022 年上市券商分业务收入及同比增速 5
图 4: 2022Q1&2023Q1 上市券商分业务收入及同比增速 5
图 5: 2017-2023Q1 上市券商平均杠杆率 5
图 6: 2017-2023Q1 上市券商归母净资产及年化 ROE 5
图 7: 2023Q1 上市券商（44 家）业绩概览 6
图 8: 2021&2022 年主要指数涨跌幅 7
图 9: 2022Q1&2023Q1 主要指数涨跌幅 7
图 10: 2023Q1 上市券商自营业务情况（亿元） 8
图 11: 2017-2023Q1 日均股基成交额（亿元） 9
图 12: 2017-2023Q1 券商资管规模（亿元） 9
图 13: 2023Q1 上市券商经纪及资管业务情况（亿元） 10
图 14: 2017-2023Q1 全市场 IPO 募资额及增速 11
图 15: 2017-2023Q1 行业 IPO 规模 CR5 11
图 16: 2023Q1 上市券商投行业务情况（除东方财富） 12
图 17: 2017-2023Q1 全市场期末两融余额（亿元） 13
图 18: 2022 年及 2023Q1 上市券商利息净收入情况（亿元） 14
图 19: 证券行业 2023 年盈利预测（亿元） 15
图 20: SW 证券 II 指数历史 PB（LF）估值水平 16

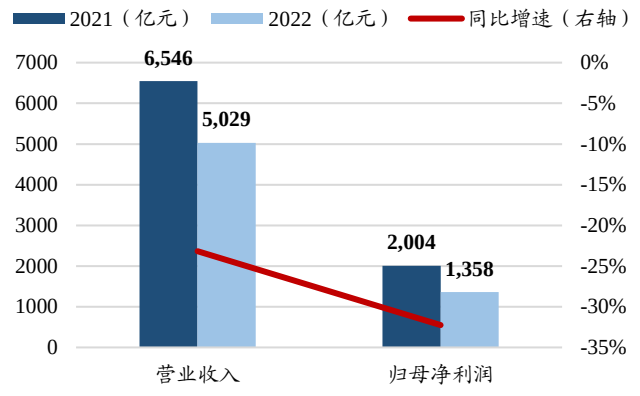
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 业绩概览：拨云见日，曙光乍现

1.1. 证券行业颓势逐渐扭转，23Q1 业绩深蹲起跳

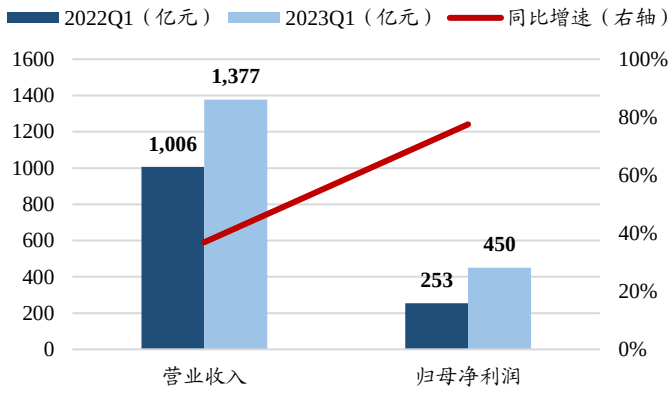
收入及盈利情况：2022 年证券行业整体表现不佳，自营驱动行业 2023Q1 业绩显著回升。2022 年，受制于疫情反复、地缘政治危机等外部消极因素，市场行情走低，交投情绪持续低迷。受此影响，44 家上市券商合计实现营业收入 5029 亿元，同比-23%；合计实现归母净利润 1358 亿元，同比-32%，其中自营收入同比-53%至 789 亿元。2023 年一季度，伴随着宏观经济的逐步复苏，证券行业景气度逐渐回升，44 家上市券商合计实现营业收入 1377 亿元，同比+37%；合计实现归母净利润 450 亿元，同比+78%。上市券商 2023 年一季度业绩较 2022 年同期大幅提升，主要系合计自营业务收入大幅扭正（由-18 亿元增至 500 亿元）。

图 1：2021、2022 年上市券商营收及归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2022Q1、2023Q1 上市券商营收及归母净利润情况

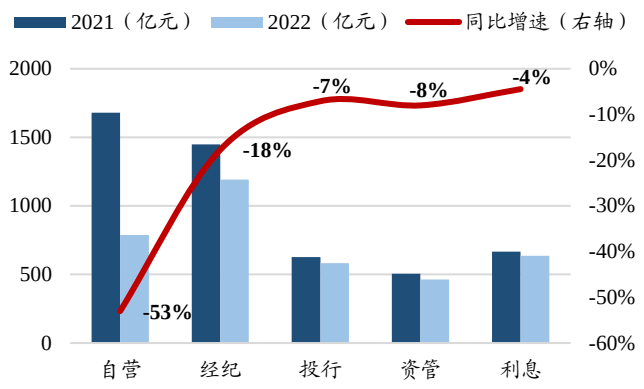


数据来源：Wind，东吴证券研究所

分业务概览：2023 年一季度自营业务收入大幅反弹，其他业务短期依旧承压。2022 年，受市场回调影响，证券行业景气度大幅下滑，各项业务均表现不佳，自营/经纪/投行/资管/信用业务净收入分别同比-53%/-18%/-7%/-8%/-4%至 789/1192/582/464/636 亿元。2023Q1，虽然市场行情有所回升，但是整体交投情绪仍处于低位，导致证券行业轻资产及两融业务依旧面临较大压力，除自营业务收入由-18 亿元大幅扭正至 500 亿元外，经纪/投行/资管/信用业务净收入分别-17%/-25%/-2%/-16%至 264/105/111/124 亿元。

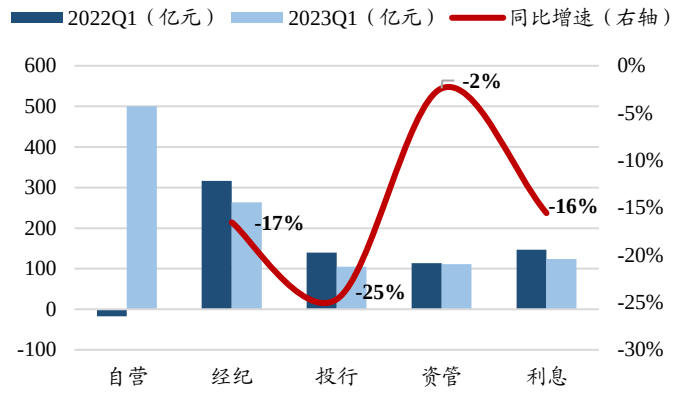
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：2021&2022 年上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

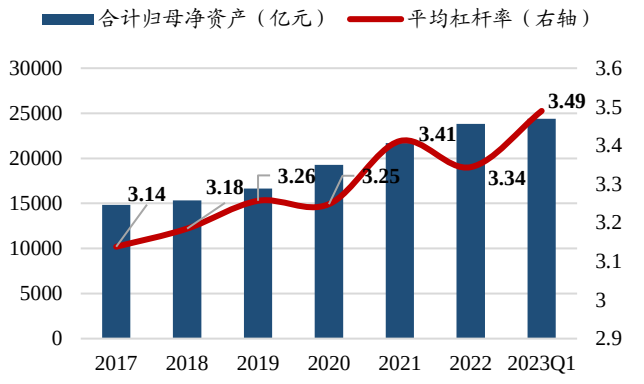
图 4：2022Q1&2023Q1 上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

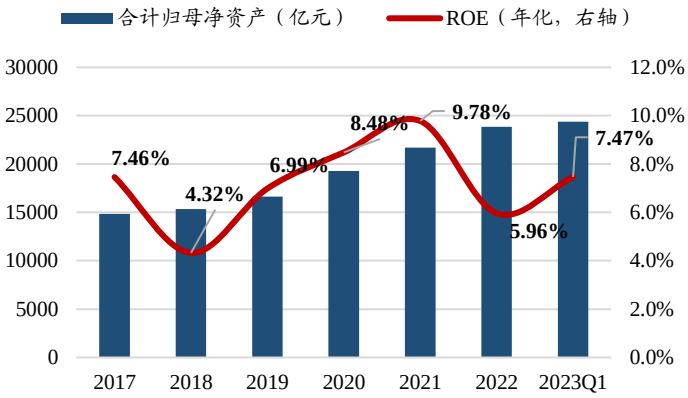
杠杆率及 ROE 情况：2023Q1 证券行业杠杆率获得恢复，带动 ROE 稳步回升。2022 年上市券商平均杠杆率同比-2%至 3.34，资金利用效率小幅下滑，加之自营业务拖累短期业绩，导致证券行业整体 ROE 同比-3.82pct 至 5.96%。2023Q1 上市券商平均杠杆率较 2022 年+4%至 3.49，基本恢复至 2022Q1 水平，叠加市场行情回暖带动自营业务收入反弹，推动证券行业整体 ROE 同比+2.86pct 至 7.47%。

图 5：2017-2023Q1 上市券商平均杠杆率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2017-2023Q1 上市券商归母净资产及年化 ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 龙头券商保持稳健，中小券商呈现业绩高弹性

2023Q1，除东方财富与华林证券外，其余 42 家上市券商均实现归母净利润正增长或扭正。**1）头部券商业绩保持稳定增长。**2023Q1，中信/中金/中信建投/国泰君安/华泰归母净利润增速分别为 4%/36%/58%/21%/47%，虽然增速均落后于行业平均，但是增长

势头相对稳定。**2）部分中小券商净利润增速大幅超出行业平均，业绩弹性凸显。**2023Q1，基于 2022Q1 低基数以及自身较之龙头券商更强的自营业务弹性，部分中小券商实现了显著的短期业绩反转。其中，红塔/长城/国元/西部/天风/西南/华西/东北共 8 家中小券商实现了归母净利润的大幅扭正；长江/太平洋归母净利润增幅分别为 1513%/1511%，分列行业前两位。

图 7：2023Q1 上市券商（44 家）业绩概览

券商（单位：亿元）		总市值	23Q1 归母净资产	PB（LF）	23Q1杠杆率（剔除客户资金）	23Q1 ROE（年化）	23Q1 营收	23Q1 营收同比	23Q1 归母净利润	23Q1 归母净利润同比
1	中信证券	3,115	2,585	1.21	4.44	8.47%	153	1%	54	4%
2	东方财富	2,551	672	3.80	2.30	12.26%	28	-12%	20	-7%
3	中金公司	2,031	1,013	2.01	5.64	9.01%	62	22%	23	36%
4	中信建投	1,962	958	2.05	4.40	10.30%	67	6%	24	58%
5	国泰君安	1,347	1,609	0.84	4.98	7.63%	93	14%	30	21%
6	华泰证券	1,275	1,682	0.76	4.22	7.79%	90	24%	32	47%
7	招商证券	1,215	1,175	1.03	4.16	7.77%	48	29%	23	52%
8	海通证券	1,211	1,675	0.72	3.96	5.86%	85	106%	24	62%
9	广发证券	1,169	1,229	0.95	4.29	7.10%	65	36%	22	66%
10	申万宏源	1,132	975	1.16	5.46	8.36%	58	19%	20	88%
11	中国银河	1,093	1,056	1.04	5.05	8.64%	87	19%	22	45%
12	东方证券	910	792	1.15	3.23	7.30%	44	42%	14	526%
13	国信证券	905	1,095	0.83	3.13	6.54%	42	40%	18	130%
14	光大证券	699	650	1.07	2.98	5.94%	28	26%	10	44%
15	兴业证券	580	531	1.09	3.34	6.29%	42	147%	8	430%
16	方正证券	576	436	1.32	3.69	5.13%	18	6%	6	17%
17	中泰证券	521	395	1.32	3.52	11.87%	36	93%	12	424%
18	信达证券	474	166	2.86	3.22	5.70%	11	36%	2	30%
19	浙商证券	396	266	1.49	4.88	7.41%	49	57%	5	51%
20	红塔证券	389	231	1.68	1.80	3.92%	5	扭亏为盈	2	扭亏为盈
21	华林证券	371	65	5.68	3.29	3.90%	2	-26%	1	-58%
22	首创证券	364	123	2.96	2.97	5.77%	4	41%	2	108%
23	东吴证券	363	391	0.93	3.59	6.05%	23	68%	6	413%
24	财通证券	360	335	1.07	3.18	5.95%	18	174%	5	215%
25	长城证券	352	280	1.26	3.05	6.49%	11	80%	5	扭亏为盈
26	国金证券	350	317	1.10	2.78	7.60%	20	114%	6	380%
27	南京证券	316	168	1.88	2.59	5.20%	6	63%	2	73%
28	长江证券	314	342	0.92	3.71	9.31%	22	155%	8	1513%
29	国元证券	305	337	0.91	3.12	6.24%	15	166%	5	扭亏为盈
30	西部证券	299	274	1.09	3.01	5.27%	18	82%	4	扭亏为盈
31	中银证券	298	167	1.79	2.71	6.11%	7	-2%	3	5%
32	国联证券	291	173	1.68	4.15	4.87%	7	7%	2	10%
33	天风证券	272	237	1.15	3.62	9.36%	14	283%	5	扭亏为盈
34	东兴证券	269	265	1.02	3.12	3.34%	9	32%	2	628%
35	西南证券	255	252	1.01	2.92	3.60%	7	1796%	2	扭亏为盈
36	第一创业	249	147	1.69	2.58	3.84%	7	30%	1	96%
37	财达证券	246	113	2.17	3.13	7.20%	6	79%	2	163%
38	华安证券	234	205	1.14	3.06	7.17%	10	98%	4	242%
39	华西证券	232	229	1.02	3.25	7.11%	11	157%	4	扭亏为盈
40	山西证券	211	176	1.20	3.87	5.72%	11	141%	3	285%
41	国海证券	190	188	1.01	3.39	4.83%	10	49%	2	333%
42	太平洋	185	94	1.98	1.25	6.40%	5	89%	1	1511%
43	中原证券	184	138	1.33	3.00	2.05%	5	19%	1	282%
44	东北证券	178	184	0.97	3.52	8.19%	18	131%	4	扭亏为盈
平均		687	554	1.48	3.49	7.47%	31	37%	10	78%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023 年 4 月 28 日收盘）

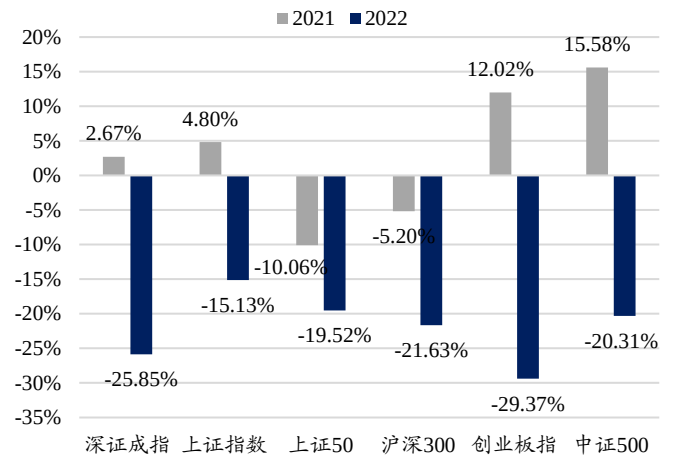
2. 分业务情况：自营业务驱动行业复苏，其余业务仍待提振

2.1. 自营：经济提振带动行情修复，投资收益同比大增

2022 年经济增速放缓导致市场行情大幅下行。2022 年，中国宏观经济环境面临着多重下行压力，经济增速有所放缓，主要受到以下三个方面的挑战：1）多轮疫情反弹给社会经济活动带来干扰；2）美联储为抑制通胀快速加息，而我国采取降息、降准等相对宽松的货币政策来支持经济稳定复苏，货币政策的差异对市场汇率、跨境资本流动等带来冲击；3）地缘政治不确定性上升，俄乌冲突加剧了短期供给压力，推升了通胀走势；与 2021 年对比，市场主要指数表现大幅下行：2022 年沪深两市代表指数深证成指、上证指数、上证 50、沪深 300、创业板指、中证 500 收益率分别为-25.9%、-15.1%、-19.5%、-21.6%、-29.4%、-20.3%（2021 年同期分别为 2.7%、4.8%、-10.0%、-5.2%、12.0%、15.6%）。

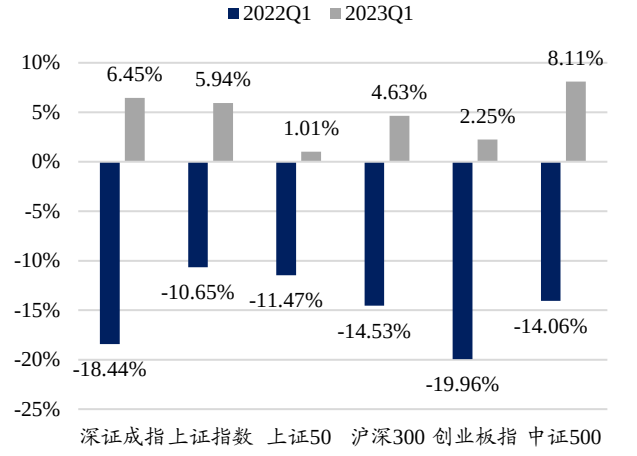
2023Q1 宏观经济复苏背景下，市场状况大幅好转。2023Q1，主要指数均跑出了正收益率，与去年同期相比向好趋势明显，深证成指、上证指数、上证 50、沪深 300、创业板指、中证 500 收益率分别为 6.45%、5.94%、1.01%、4.63%、2.25%、8.11%（2022Q1 分别为-18.44%、-10.65%、-11.47%、-14.53%、-19.96%、-14.06%）。国内经济目前整体运行平稳，资本市场发展良好，有望带动自营业务在 2023 年贡献增量收益。

图 8：2021&2022 年主要指数涨跌幅



数据来源：ifind，东吴证券研究所

图 9：2022Q1&2023Q1 主要指数涨跌幅



数据来源：ifind，东吴证券研究所

2023 年一季度，自营收入的反弹是驱动证券行业业绩回升的主要动力。2023Q1，上市券商合计实现自营业务收入 500 亿元，同比大幅扭正。除华林证券外，其余上市券商均实现了自营业务收入的正增长或扭正。收益率方面，全部 44 家上市券商的自营业务均实现了正收益率，太平洋/中泰/国元/长江自营业务收益率居前，分别为 18.82%/14.71%/11.13%/10.04%。自营规模方面，上市券商合计交易性金融资产同比+9%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

至 43397 亿元，其中东吴/太平洋/广发/中银交易性金融资产增速居前，分别为 98%/37%/33%/32%。

图 10：2023Q1 上市券商自营业务情况（亿元）

券商（单位：亿元）		23Q1交易性金融资产	23Q1交易性金融资产较年初增幅	23Q1自营收入	23Q1自营收入同比增速	23Q1自营收益率（年化）
1	中信证券	6,312	19%	66	97%	4.55%
2	华泰证券	3,847	9%	46	149%	4.97%
3	中金公司	2,950	9%	36	143%	5.13%
4	国泰君安	3,593	8%	32	1787%	3.68%
5	申万宏源	2,697	-3%	31	302%	4.53%
6	中信建投	1,942	4%	25	298%	5.27%
7	中国银河	1,896	10%	24	327%	5.34%
8	海通证券	2,169	3%	20	扭亏为盈	3.78%
9	国信证券	1,646	3%	19	1450%	4.72%
10	招商证券	2,450	1%	17	881%	2.84%
11	广发证券	2,095	33%	15	扭亏为盈	3.20%
12	中泰证券	387	6%	14	扭亏为盈	14.71%
13	东方证券	855	2%	12	扭亏为盈	5.44%
14	兴业证券	657	5%	10	扭亏为盈	6.40%
15	光大证券	881	-4%	9	扭亏为盈	4.20%
16	天风证券	352	-4%	9	1284%	9.66%
17	西部证券	603	5%	8	2386%	5.20%
18	国金证券	355	13%	7	扭亏为盈	8.57%
19	财通证券	451	2%	7	扭亏为盈	6.36%
20	长城证券	509	18%	6	扭亏为盈	5.46%
21	长江证券	267	14%	6	扭亏为盈	10.04%
22	浙商证券	442	0%	6	扭亏为盈	5.47%
23	东吴证券	610	98%	6	扭亏为盈	5.25%
24	山西证券	400	19%	6	244%	6.47%
25	东北证券	361	15%	5	扭亏为盈	6.14%
26	东方财富	694	10%	5	160%	2.96%
27	信达证券	284	1%	5	308%	6.86%
28	国元证券	160	7%	4	扭亏为盈	11.13%
29	华西证券	332	13%	4	扭亏为盈	5.45%
30	西南证券	351	16%	4	扭亏为盈	4.94%
31	方正证券	441	19%	4	778%	3.93%
32	财达证券	240	16%	4	625%	7.04%
33	国联证券	348	7%	4	75%	4.43%
34	红塔证券	152	-17%	3	扭亏为盈	7.56%
35	华安证券	273	6%	3	扭亏为盈	4.53%
36	首创证券	206	26%	3	669%	5.73%
37	太平洋	63	37%	3	255%	18.82%
38	国海证券	221	-6%	3	扭亏为盈	4.47%
39	东兴证券	190	-7%	2	扭亏为盈	4.76%
40	第一创业	209	-5%	2	扭亏为盈	3.89%
41	南京证券	84	20%	2	扭亏为盈	9.85%
42	中原证券	250	16%	2	174%	3.00%
43	中银证券	151	32%	1	226%	2.89%
44	华林证券	22	-22%	0	-31%	2.16%
合计		43,397	9%	500	扭亏为盈	4.81%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

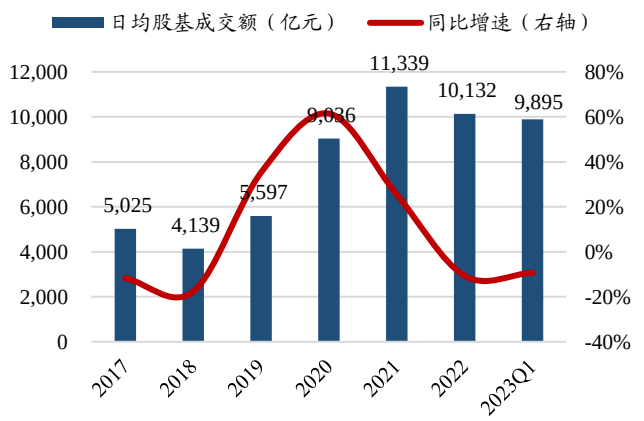
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.2. 财富管理：交投情绪未见回升，经纪及资管业务持续承压

受市场景气度下滑拖累，股基日均成交额持续萎缩，导致证券行业经纪业务收入普遍下滑。1）2022 年市场交投情绪遇冷，券商经纪业务受市况低迷影响承压明显。2022 年，市场日均股基成交额达 10132 亿元，同比-10.65%。市场股基成交额下滑主要系 2022 年以来二级市场表现低迷，基金净值大幅下跌，投资者风险偏好降低；权益类基金连续遭遇净赎回，资金观望情绪浓厚。受此拖累，券商经纪业务整体表现不佳，2022 年，44 家上市券商合计实现经纪业务收入 1192 亿元，同比-18%，仅有东方财富实现经纪业务收入正增长（同比增速+1%）。**2）2023Q1 市场交投活跃度仍处于低位，行业经纪业务收入仍未实现增长。**2023Q1 全市场日均股基成交额仅为 9895 亿元，同比-9%，导致经纪业务收入继续下滑。2023Q1，44 家上市券商合计实现经纪业务收入 264 亿元，同比-17%，仅有首创、天风两家上市券商实现经纪收入正增长（增速分别为 1%/14%）。

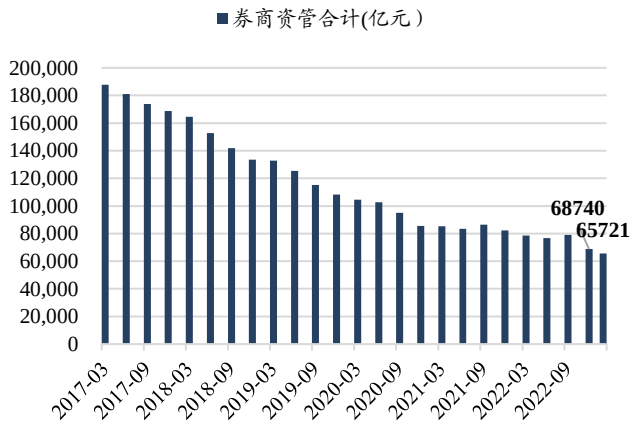
资本市场持续波动，市场赚钱效应较差，券商资管规模下跌导致资管业务收入下滑。2022 年，券商资管业务受到市场状况的负面影响，资管规模普遍下降，总体规模同比-17%至 68740 亿元。部分中小券商由于 2021 年低基数原因实现了资管业务收入的高增，西部/首创/东北/信达资管业务收入同比增速分别为 223%/69%/65%/63%。截至 2023 年 2 月，全市场券商资管规模 65721 亿元，较 2022 年末进一步下滑 4%。受此影响，2023Q1 上市券商合计资管业务收入同比-2%至 111 亿元，各家上市券商资管业务表现分化较大（国泰君安/中泰/天风资管业务收入增速分别为 242%/113%/106%，增幅居前；东北/方正/首创资管业务收入增速分别为-59%/-45%/-44%，表现不佳）。

图 11：2017-2023Q1 日均股基成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：2017-2023Q1 券商资管规模（亿元）



数据来源：中基协，东吴证券研究所

图 13：2023Q1 上市券商经纪及资管业务情况（亿元）

券商（单位：亿元）		23Q1经纪收入	23Q1经纪收入增速	23Q1资管收入	23Q1资管收入增速
1	中信证券	26	-19%	25	-10%
2	国泰君安	16	-17%	11	242%
3	华泰证券	15	-14%	10	3%
4	广发证券	14	-12%	21	-11%
5	招商证券	14	-14%	2	-13%
6	中国银河	14	-22%	1	-16%
7	中信建投	14	-14%	2	-5%
8	中金公司	12	-8%	3	-6%
9	东方财富	12	-13%	-	-
10	申万宏源	12	-15%	3	-24%
11	国信证券	11	-22%	1	38%
12	海通证券	9	-32%	5	-13%
13	方正证券	8	-9%	0	-45%
14	中泰证券	7	-24%	3	113%
15	长江证券	7	-11%	0	-29%
16	光大证券	7	-16%	2	-33%
17	东方证券	7	-18%	6	-23%
18	兴业证券	6	-20%	0	-8%
19	浙商证券	4	-18%	1	-42%
20	东吴证券	4	-20%	0	-7%
21	国金证券	4	-3%	0	-24%
22	华西证券	4	-18%	0	3%
23	财通证券	3	-14%	3	-11%
24	天风证券	3	14%	2	106%
25	东北证券	3	-13%	1	-59%
26	国元证券	2	-11%	0	-7%
27	华安证券	2	-15%	1	-15%
28	中银证券	2	-19%	1	-24%
29	长城证券	2	-22%	0	-15%
30	信达证券	2	-26%	1	82%
31	西部证券	2	-25%	0	55%
32	国海证券	2	-14%	0	-16%
33	东兴证券	2	-17%	0	33%
34	西南证券	1	-21%	0	-31%
35	财达证券	1	-19%	0	37%
36	山西证券	1	-17%	1	25%
37	中原证券	1	-23%	0	55%
38	国联证券	1	-19%	0	-9%
39	华林证券	1	-22%	0	85%
40	南京证券	1	-21%	0	6%
41	第一创业	1	-9%	2	-7%
42	太平洋	1	-20%	0	30%
43	首创证券	1	1%	1	-44%
44	红塔证券	0	-21%	0	-19%
合计		264	-17%	111	-2%

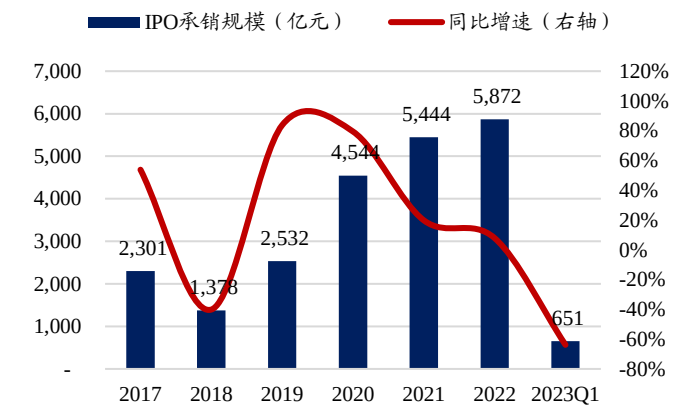
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 投行：头部集中趋势明显，全面注册制打开想象空间

2023Q1 上市券商投行业务收入出现较大降幅，全面注册制进一步深化有望推动投行业务收入回升。2022 年，全市场 IPO 承销规模达到 5871.69 亿元，同比+7.86%，导致 2022 年上市券商合计投行业务收入同比-7%至 582 亿元，表现相对于其他业务较为稳定。2023 年第一季度，券商 IPO 承销规模跌至 650.97 亿元，同比-63.82%，导致 2023Q1 上市券商合计实现投行业务收入同比-25%至 105 亿元。预计在全面注册制的进一步深化下，直接融资的比重将继续提升，直接利好券商投行业务，相关收入将进一步增厚。

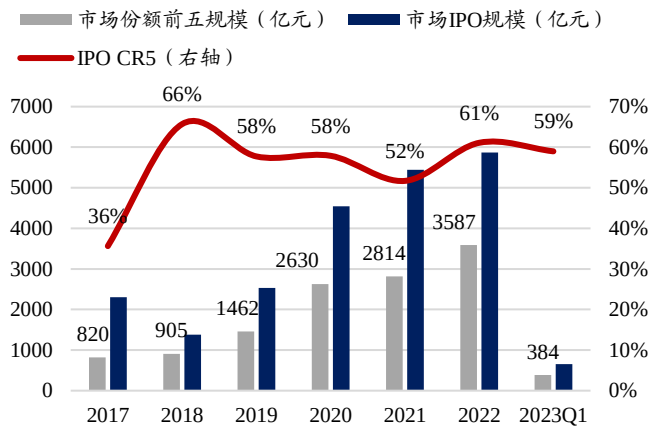
投行业务头部集中趋势明显，马太效应持续加强，行业强者恒强。在 IPO 募资规模集中度方面，2022 年，上市券商 IPO 承销规模 CR5 为 61%，2023Q1 为 59%，头部券商竞争优势依旧明显。从投行业务收入集中度来看，2022 年中信/中金/中信建投/国泰君安/海通投行业务收入分列行业前五，合计投行业务收入 301 亿元，占上市券商合计投行业务收入的 52%。2023Q1，中信/中信建投/海通/华泰/国泰君安投行业务收入居前，合计投行业务收入 54 亿元，占上市券商合计投行业务收入的 52%。投行业务作为券商重要的客户入口，头部券商优势突出，以其出色的投行业务能力占据大部分市场份额，获取大部分业务收入，行业龙头地位稳固。

图 14：2017-2023Q1 全市场 IPO 募资额及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：2017-2023Q1 行业 IPO 规模 CR5



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：2023Q1 上市券商投行业务情况（除东方财富）

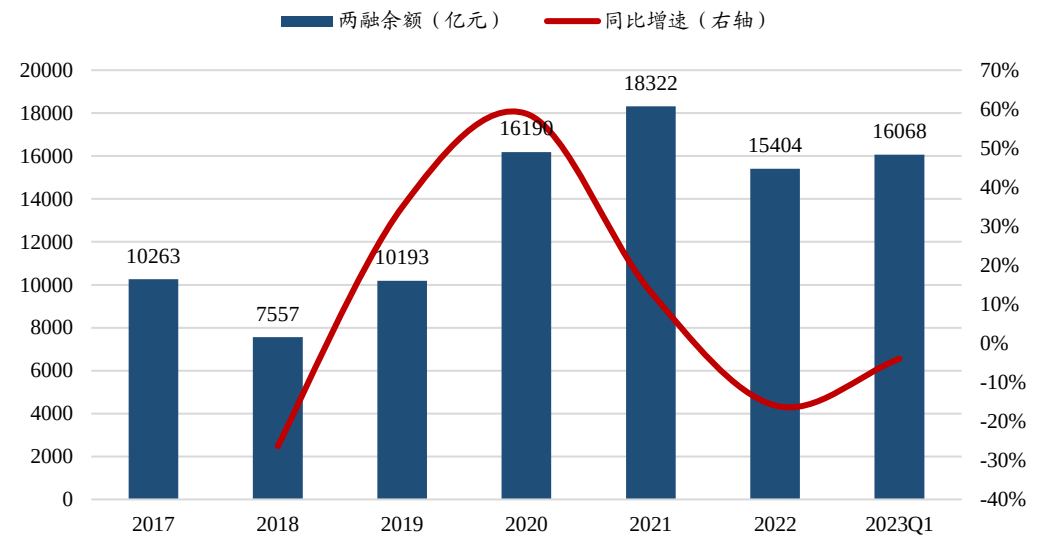
券商（单位：亿元）		22投行收入	22投行收入增速	23Q1投行收入	23Q1投行收入增速
1	中信证券	87	6%	20	8%
2	中金公司	70	0%	6	-60%
3	中信建投	59	5%	11	-31%
4	国泰君安	43	6%	7	-34%
5	海通证券	42	-15%	9	-49%
6	华泰证券	40	-7%	8	-15%
7	申万宏源	19	5%	3	-27%
8	国信证券	18	-8%	3	42%
9	东方证券	17	2%	3	-26%
10	国金证券	17	-6%	4	14%
11	招商证券	14	-45%	2	-65%
12	光大证券	13	-28%	2	-39%
13	东兴证券	12	6%	1	-79%
14	东吴证券	11	17%	3	40%
15	中泰证券	10	-21%	4	168%
16	兴业证券	10	-23%	4	14%
17	天风证券	9	4%	3	11%
18	长江证券	8	7%	0	-34%
19	浙商证券	8	-28%	2	89%
20	国元证券	8	-18%	1	-51%
21	中国银河	7	10%	1	-53%
22	广发证券	6	41%	1	-33%
23	方正证券	5	22%	1	-61%
24	长城证券	5	-13%	1	-73%
25	国联证券	5	-6%	1	-46%
26	财通证券	5	-30%	2	102%
27	山西证券	4	-10%	1	-18%
28	西部证券	3	-24%	0	-36%
29	财达证券	3	14%	1	16%
30	第一创业	3	-9%	0	-40%
31	中原证券	3	-58%	0	-83%
32	华西证券	2	-52%	0	-23%
33	南京证券	2	-42%	0	-21%
34	国海证券	2	-44%	0	10%
35	信达证券	2	-61%	0	-39%
36	西南证券	2	-33%	0	-37%
37	华林证券	2	-19%	0	-79%
38	东北证券	2	-55%	1	413%
39	华安证券	2	-21%	0	116%
40	首创证券	1	10%	0	64%
41	太平洋	1	-37%	0	391%
42	中银证券	1	-54%	0	-49%
43	红塔证券	1	-11%	0	80%
合计		582	-7%	105	-25%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 信用：两融市场遇冷，利息净收入普遍收缩

两融规模下降拖累券商信用业务。2022 年，市场两融余额跌至 15404 亿元，同比-16%，减少近 3000 亿元。受此影响，券商利息净收入规模也有所缩减，2022 年上市券商共实现利息净收入 636 亿元，同比-4%，CR5 小幅下降 1%至 43%。2023Q1，两融余额同比-4%至 16068 亿元，上市券商合计利息净收入-16%至 124 亿元（CR5 为 42%），同比下滑趋势未见扭转，但是环比改善趋势开始显现（23Q1 两融余额环比增速+4%）。2022 年以来，两融业务相关利好政策频出，如中证金融下调转融资费率、两融标的再次扩容等，预计未来两融规模及证券行业利息净收入有望实现企稳回升。

图 17：2017-2023Q1 全市场期末两融余额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：2022 年及 2023Q1 上市券商利息净收入情况（亿元）

券商（单位：亿元）		2022年利息净收入	2022年利息净收入增速	2023Q1利息净收入	2023Q1利息净收入增速
1	海通证券	62	-6%	11	-35%
2	中信证券	58	9%	6	-42%
3	东方财富	57	-5%	14	7%
4	中国银河	52	-5%	11	-14%
5	国泰君安	48	-15%	7	-45%
6	广发证券	41	-17%	9	-5%
7	华泰证券	26	-30%	3	-63%
8	中信建投	24	37%	5	36%
9	长江证券	23	47%	6	19%
10	中泰证券	21	19%	4	-47%
11	光大证券	21	-16%	4	-30%
12	国元证券	20	10%	4	-3%
13	兴业证券	19	12%	5	23%
14	国信证券	18	-24%	4	11%
15	方正证券	18	-14%	4	-8%
16	东方证券	16	12%	4	58%
17	东兴证券	15	47%	3	-17%
18	国金证券	14	18%	3	-3%
19	招商证券	13	-21%	5	159%
20	华西证券	12	4%	2	-23%
21	东吴证券	12	67%	3	71%
22	南京证券	9	-4%	2	14%
23	中银证券	8	-9%	2	14%
24	浙商证券	8	16%	2	1%
25	财通证券	7	-9%	1	-29%
26	国海证券	5	330%	1	-27%
27	华安证券	5	-26%	1	-12%
28	华林证券	4	-6%	1	-9%
29	西南证券	4	8%	1	-25%
30	信达证券	3	-39%	1	61%
31	长城证券	3	-23%	0	-88%
32	东北证券	3	30%	0	-53%
33	太平洋	2	45%	1	16%
34	第一创业	2	5%	0	-39%
35	财达证券	2	83%	0	-93%
36	中原证券	1	-5%	0	306%
37	国联证券	1	-44%	1	-24%
38	申万宏源	1	-91%	(1)	-
39	红塔证券	1	314%	1	2070%
40	山西证券	1	扭亏为盈	(0)	-
41	首创证券	0	-85%	(0)	-180%
42	西部证券	(2)	-195%	(1)	-
43	中金公司	(10)	-	(2)	-
44	天风证券	(13)	-	(3)	-
合计		636	-4%	124	-16%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：部分券商上期利息净收入为负，故未标明增速。

3. 行业估值逼近历史底部，板块机会值得关注

我们预计 2023 年证券行业净利润同比增长 24.57%，各项业务有望迎来全面复苏。1)短期市场情绪反转叠加长期权益市场景气度，证券行业财富管理业务有望持续受益。短期来看，市场行情回升背景下市场风险偏好调整将驱动偏权益类财富管理市场增长；长期来看，居民财富转移趋势下权益市场向好趋势不改。我们预计 2023 年中性假设下证券行业经纪业务净收入同比+22.1%至 1604 亿元，资管业务净收入同比+4.9%至 300 亿元。**2）受益于全面注册制等资本市场改革持续深化，投行业务将稳健发展。**我们预计 2023 年中性假设下证券行业投行业务收入将同比+14.0%至 799 亿元。**3）市场行情延续叠加风险偏好回升，带动信用及自营业务实现增长。**我们预计 2023 年中性假设下行业利息净收入同比+12.4%至 804 亿元，行业证券投资收益(含公允价值变动)将同比+20.0%至 824 亿元。**4）基于以上分析和假设，我们预计 2023 年中性假设证券行业净利润将同比+24.57%至 1773 亿元，行业净利润率较 2022 年将+0.88pct 至 6.18%。**

图 19：证券行业 2023 年盈利预测（亿元）

单位：亿元	2021A	2022A	2023E（悲观）	2023E（中性）	2023E（乐观）
日均股票+基金成交额	11,339	10,132	10,200	11,000	11,500
经纪业务净收入	**1,545**	**1,313**	**1,463**	**1,604**	**1,709**
IPO募资总额	5,427	5,872	6,341	6,752	7,046
定增募资总额	9,576	7,827	8,610	9,001	9,392
券商债券承销金额	113,650	104,373	114,811	120,029	125,248
投资银行业务净收入	**700**	**701**	**745**	**799**	**848**
资产管理规模	108,800	97,600	98,576	104,432	107,360
资产管理业务净收入	**318**	**286**	**292**	**300**	**305**
融资融券余额	18,322	15,404	17,100	18,000	19,800
利息净收入	**715**	**715**	**744**	**804**	**856**
证券投资收益（含公允价值变动）	**1,347**	**687**	**756**	**824**	**893**
营业收入	**5,024**	**3,950**	**4,455**	**4,791**	**5,072**
净利润	**1,911**	**1,423**	**1,559**	**1,773**	**1,978**
净利润率	38.04%	36.03%	35.00%	37.00%	39.00%
净利润增速	**21.32%**	**-25.54%**	**9.58%**	**24.57%**	**39.01%**
净资产	25,700	27,900	29,336	29,464	29,587
ROE	**7.83%**	**5.30%**	**5.45%**	**6.18%**	**6.88%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中证协未公布 2022 年证券行业分业务收入，相关数据由东吴证券研究所估算所得。

政策催化行业估值提升，当前板块估值逼近历史底部，具有显著的配置价值。当前证券板块估值处于历史低位（截至 2023 年 4 月 28 日，证券Ⅱ指数 PB 估值为 1.22 倍，

历史分位数 3.70%）。短期来看，证券板块 2023 年一季度进入盈利周期拐点，二季度基本面持续环比改善确定性较强，板块迎来了比较好的阶段性配置窗口；长期来看，宏观环境的修复以及资本市场改革将推动证券行业 ROE 中枢稳步抬升，证券板块长期投资价值逐渐凸显。1）伴随着宏观经济的复苏，“顺周期”修复逻辑进一步确立，市场风险偏好逐渐提升，带来了周期性大类资产重新配置的过程，偏权益类财富管理市场将迎来确定性修复机会，**推荐零售券商龙头【东方财富】，建议关注“含基量”较高、财富管理特色鲜明的券商【广发证券】和【东方证券】**。2）全面注册制下，发行和审核趋于高效，龙头券商在研究定价、风险控制、资本实力方面的优势有望进一步放大，投行业务头部集中趋势可能加剧，**推荐长期阿尔法优势显著的龙头券商【中信证券】和【中金公司（H）】**；3）2023 年开年以来 GPT 和 AI 的创新和应用层出不穷，长期来看 AI 有望引领证券行业的产业革命，**建议关注证券行业金融科技领跑者【华泰证券】。**

图 20：SW 证券 II 指数历史 PB（LF）估值水平

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

1）市场活跃度下滑：影响券商经纪、两融业务；

2）宏观经济复苏不及预期：导致市场震荡，影响券商自营业务；

3）全面注册制推进不及预期：影响券商投行业务；

4）外围局势紧张影响行业：行业竞争加剧。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn