

投资亮眼，业绩复苏

——证券行业2023年一季度报综述

行业评级：看好

2023年5月1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

- 23Q1上市券商营收、归母净利润合计1,349/430亿元，同比增长39%/85%，主要是因为投资业务扭亏为盈，投资净收入从-19亿元大幅增长至495亿元。上市券商平均ROE同比提高0.7pct至1.8%（未年化），平均杠杆倍数较2022年末微增0.1倍至3.9倍。

2、业务拆解

- 经纪业务**：23Q1上市券商经纪业务净收入合计为252亿元，同比减少17%，主要是因为23Q1日均股基成交额同比下滑8%至1.0万亿元及代销金融产品业务恢复不及预期。2023年2-3月，市场新增投资者数量环比增长98%/13%，2-3月新发基金份额环比增速分别为117%/63%，2-4月日均股基成交额环比增速分别为4%/3%/21%，趋势向好。23Q1调降结算备付金缴纳比例、下调转融通保证金等利好政策频发，后续有望看到成交额数据的进一步改善。
- 投行业务**：23Q1上市券商投行业务净收入合计为105亿元，同比下降25%，判断归因行业股权承销规模同比减少17%。其中，IPO规模同比下滑64%，主要是因为22Q1有两个超百亿元大单，中国移动、晶科能源分别募资520亿元和100亿元，以及2022年底上市新规发布后，部分企业的财务指标不再符合上市申报规定，因此23Q1有较多公司撤单。行业龙头公司地位依旧，中信证券、中信建投IPO承销规模超百亿，是第三名的两倍左右，投行收入CR5保持在52%的较高水平。
- 投资业务**：23Q1上市券商投资净收入合计495亿元，去年同期亏损19亿元，主要是因为投资收益率显著提高以及金融资产规模稳步增长。23Q1末上市券商金融资产规模较年初增长8%至58,725亿元，年初至今权益市场呈上行态势，上市券商平均投资收益率从22Q1的-0.04%（未年化）提升至23Q1的0.88%（未年化）。

3、投资建议

- 23Q2预测**：行业层面来看，22Q2单季净利润为全年最高，我们预测上市券商23Q2营收、净利润分别同比下降1%/1%（具体假设见正文），23H1营收、净利润分别同比增长14%/27%，增速较23Q1放缓。个股层面来看，仍有23Q2有望实现业绩高增的个股，如东方证券22Q2由于一次性计提信用减值损失高达8.6亿元，导致净利润基数较低。在减值压力已经缓释的情况下，推测23Q2仍能实现较高净利润增速。
- 投资建议**：券商板块当前PB估值为1.35倍，处于10年11%分位。2023年以来行业内利好政策频出，全面注册制落地，下调最低备付金缴纳比例提高券商资金使用效率，下调转融通成本提高市场活跃度，看好券商全年业绩恢复以及板块估值修复。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
- 4、行业数据测算偏差风险

目录

CONTENTS

01 业绩概览

02 业务拆解

03 投资建议

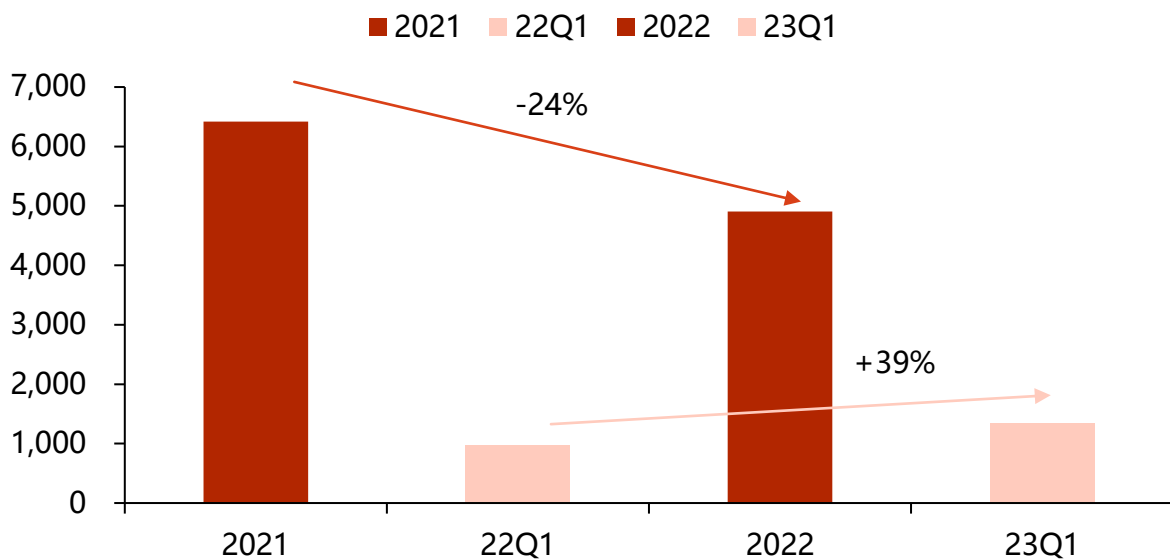
01

业绩概览

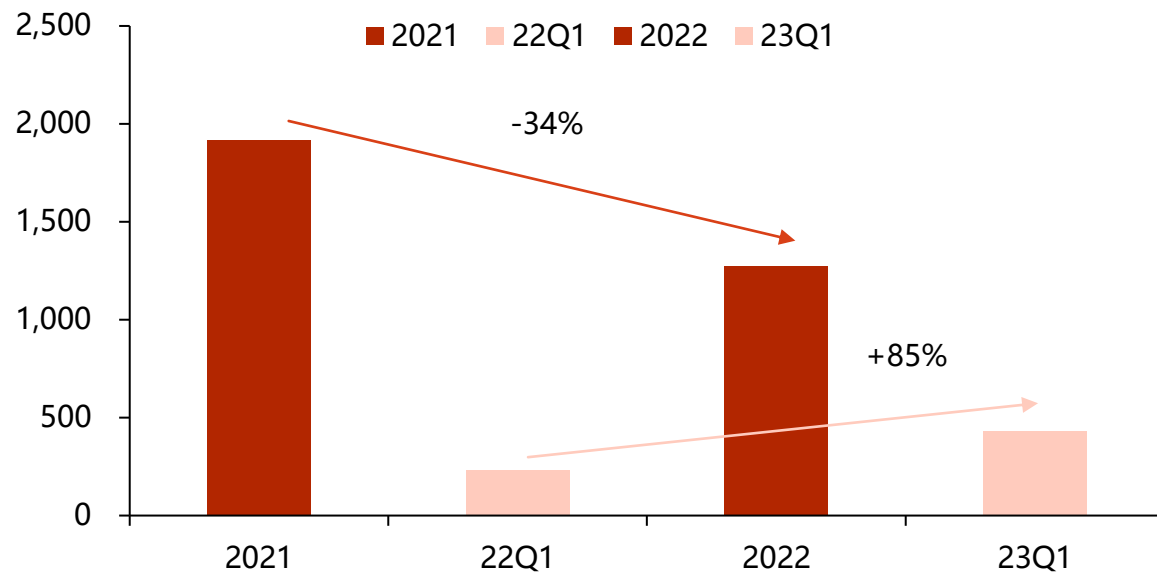
23Q1上市券商营收、净利润分别同比增长39%/85%，主要是因为投资收益大幅增长以及成本端偏刚性。

- 业绩概况：**23Q1我们统计的43家上市券商合计实现营业总收入1,349亿元，同比增长39%；归母净利润430亿元，同比增长85%。分业务条线来看，23Q1经纪、投行、资管、利息、投资净收入同比增速分别为-17%/-25%/-2%/-18%/NA（不适用），投行业务收入降幅最高，投资业务是唯一正增长条线，扭亏为盈至495亿元。

上市券商23Q1营收恢复正增长



上市券商23Q1归母净利润高增



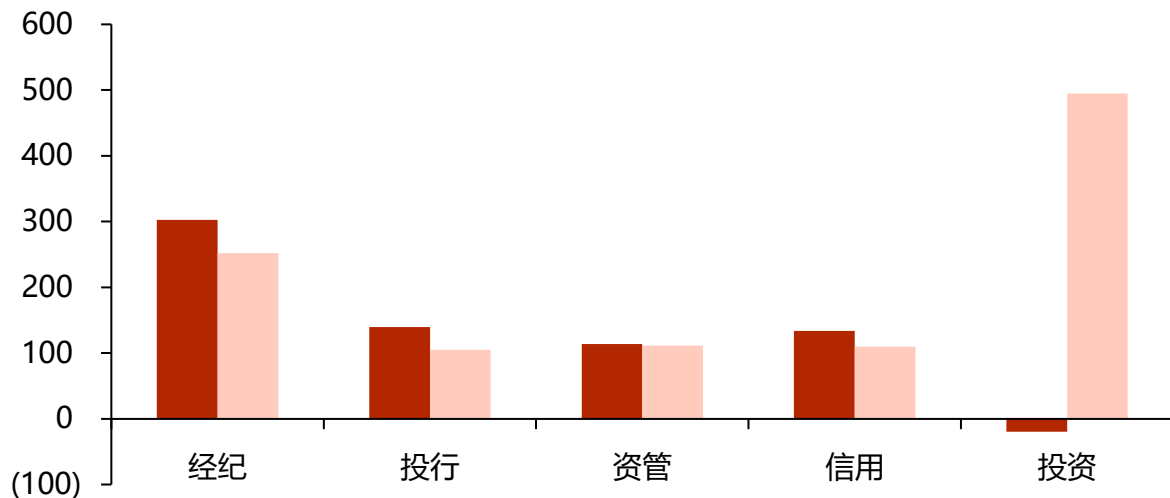
数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：单位为亿元。43家上市券商不包含金控公司和东方财富。

营收结构变化较大，经纪业务、投行业务占比下滑超4pct，投资净收入占比大幅提升20.8pct。

- **业绩概况：**从业务结构来看，23Q1经纪、投行、资管、利息、投资净收入占营业总收入的比重分别为19%/8%/8%/8%/37%，同比-4.5/-4.1/-1.2/-3.7/+20.8pct，在其他业务条线收入下滑、投资显著改善的情况下，投资净收入的占比提升较大。

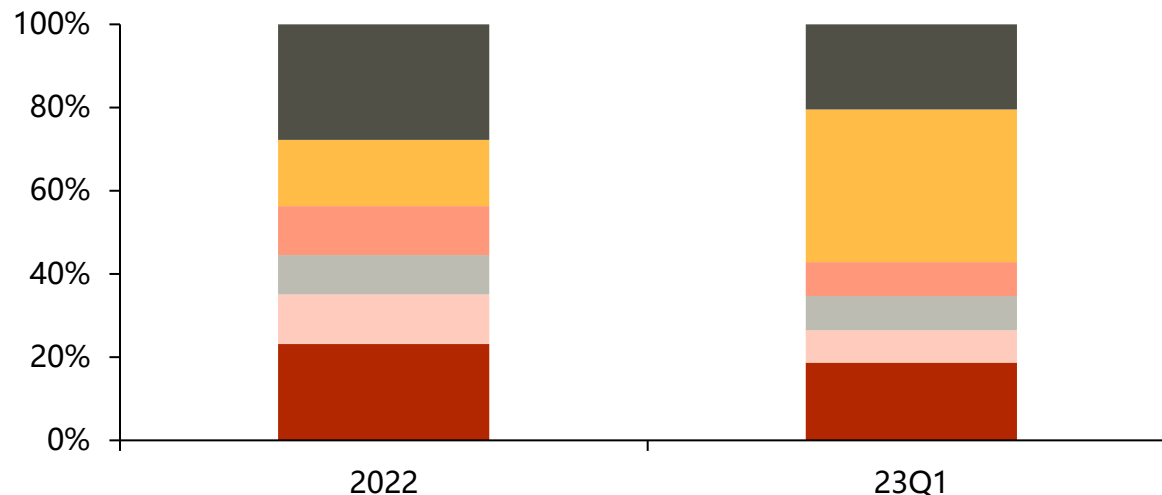
上市券商投资业务扭亏为盈

■ 22Q1 ■ 23Q1



上市券商营收结构变化

■ 经纪 ■ 投行 ■ 资管 ■ 信用 ■ 投资 ■ 其他

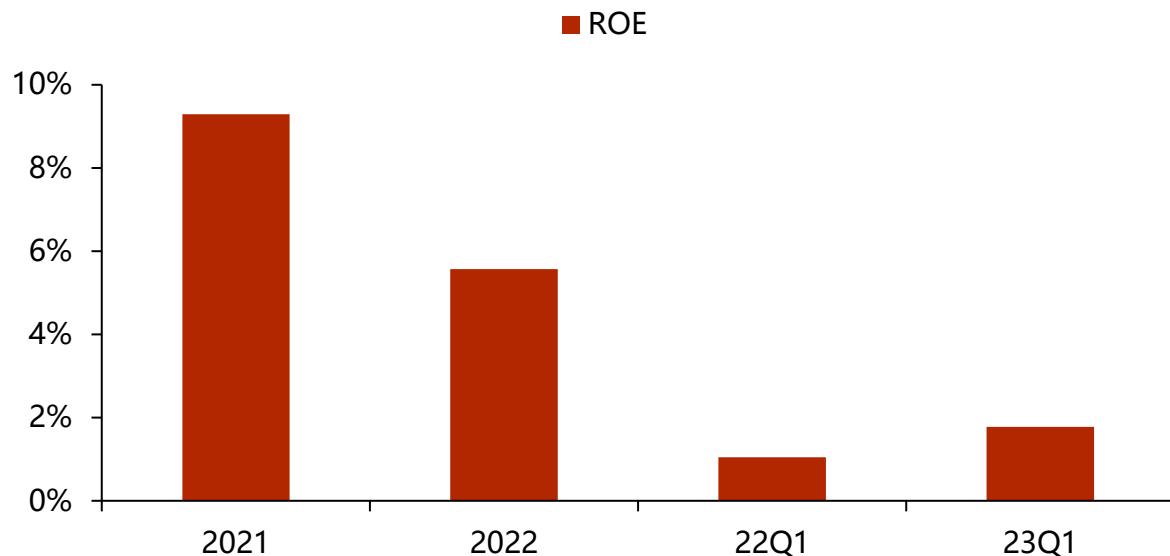


数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：左图单位为亿元。

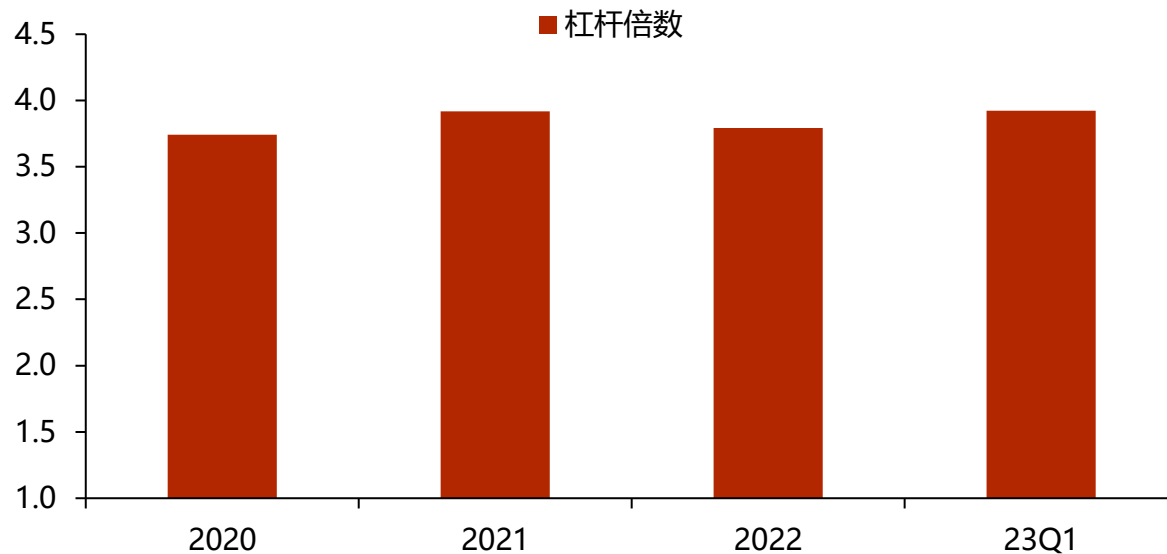
盈利能力显著改善，杠杆倍数小幅提升。

- **盈利能力：**23Q1上市券商平均ROE为1.8%，同比提高0.7pct，23Q1ROE年化值较2022年提升1.5pct，盈利能力明显回升。
- **杠杆倍数：**23Q1末上市券商平均杠杆水平为3.9倍，较2022年末微增0.1倍。

23Q1盈利能力明显恢复



23Q1杠杆倍数较2022小幅提升



数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：22Q1、23Q1ROE为未年化值。

上市券商23Q1业绩概览

	总营收 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	经纪业务净收入 (亿元)	YoY	投行业务净收入 (亿元)	YoY	资管业务净收入 (亿元)	YoY	利息净收入 (亿元)	YoY	投资净收入 (亿元)	YoY	ROE	杠杆倍数
中信证券	153	1%	54	4%	26	-19%	20	8%	25	-10%	6	-42%	66	97%	2.07%	4.5
华泰证券	90	24%	32	47%	15	-14%	8	-15%	10	3%	3	-63%	46	149%	1.86%	4.2
国泰君安	93	14%	30	21%	16	-17%	7	-34%	11	242%	7	-45%	32	1787%	2.01%	4.4
海通证券	85	106%	24	62%	9	-32%	9	-49%	5	-13%	11	-35%	20	NA	1.47%	3.7
中信建投	67	6%	24	58%	14	-14%	11	-31%	2	-5%	5	36%	25	298%	3.15%	4.5
招商证券	48	29%	23	52%	14	-14%	2	-65%	2	-13%	5	159%	17	881%	2.09%	4.2
中金公司	62	22%	23	36%	12	-8%	6	-60%	3	-6%	-2	NA	36	143%	2.50%	5.7
中国银河	87	19%	22	45%	14	-22%	1	-53%	1	-16%	11	-14%	24	327%	2.36%	5.1
广发证券	65	36%	22	66%	14	-12%	1	-33%	21	-11%	9	-5%	15	NA	1.87%	4.2
申万宏源	58	19%	20	88%	12	-15%	3	-27%	3	-24%	-1	NA	31	302%	2.09%	4.6
国信证券	42	40%	18	130%	11	-22%	3	42%	1	38%	4	11%	19	1450%	1.87%	3.0
东方证券	44	42%	14	526%	7	-18%	3	-26%	6	-23%	3	4	12	NA	1.87%	3.2
中泰证券	36	93%	12	424%	7	-24%	4	168%	3	113%	4	-47%	14	NA	3.15%	3.6
光大证券	28	26%	10	44%	7	-16%	2	-39%	2	-33%	4	-30%	9	NA	1.57%	3.1
兴业证券	42	147%	8	430%	6	-20%	4	14%	0	-8%	5	23%	10	NA	1.57%	3.1
长江证券	22	155%	8	1513%	7	-11%	0	-34%	0	-29%	6	19%	6	NA	2.50%	3.8
国金证券	20	114%	6	380%	4	-3%	4	14%	0	-24%	3	-3%	7	NA	1.90%	2.8
东吴证券	23	68%	6	413%	4	-20%	3	40%	0	-7%	3	71%	6	NA	1.51%	3.6
方正证券	18	6%	6	17%	8	-9%	1	-61%	0	-45%	4	-8%	4	778%	1.28%	3.3
天风证券	14	283%	5	NA	3	14%	3	11%	2	106%	-3	NA	9	1284%	2.34%	3.5
国元证券	15	166%	5	NA	2	-11%	1	-51%	0	-7%	4	-3%	4	NA	1.56%	3.1
财通证券	18	174%	5	215%	3	-14%	2	102%	3	-11%	1	-29%	7	NA	1.49%	3.2
浙商证券	49	57%	5	51%	4	-18%	2	89%	1	-42%	2	1%	6	NA	1.85%	4.0
长城证券	11	80%	5	NA	2	-22%	1	-73%	0	-15%	0	-88%	6	NA	1.62%	3.1
华西证券	11	157%	4	NA	4	-18%	0	-23%	0	3%	2	-23%	4	NA	1.78%	3.3
东北证券	18	131%	4	NA	3	-13%	1	413%	1	-59%	0	-53%	5	NA	2.05%	3.5
华安证券	10	98%	4	242%	0	-15%	0	116%	1	-15%	1	-12%	3	NA	1.79%	3.0
西部证券	18	82%	4	NA	2	-25%	0	-36%	0	55%	-1	NA	8	2386%	1.32%	3.0
中银证券	7	-2%	3	5%	2	-19%	0	-49%	1	-24%	2	14%	1	226%	1.53%	2.4
山西证券	11	141%	3	285%	1	-17%	1	-18%	1	25%	-0	NA	6	244%	1.43%	3.8
国海证券	10	49%	2	333%	0	-14%	0	10%	0	-16%	1	-27%	3	NA	1.21%	3.4
西南证券	7	1796%	2	NA	1	-21%	0	-37%	0	-31%	1	-25%	4	NA	0.90%	2.9
红塔证券	5	NA	2	NA	0	-21%	0	80%	0	-19%	1	2070%	3	NA	0.96%	1.8
东兴证券	9	32%	2	628%	2	-17%	1	-79%	0	33%	3	-17%	2	NA	0.84%	3.2
南京证券	6	63%	2	73%	1	-21%	0	-21%	0	6%	2	14%	2	NA	1.30%	2.5
信达证券	11	36%	2	30%	2	-26%	0	-39%	1	82%	1	61%	5	308%	1.39%	3.2
国联证券	7	7%	2	10%	1	-19%	1	-46%	0	-9%	1	-24%	4	75%	1.22%	4.2
财达证券	6	79%	2	163%	1	-19%	1	16%	0	37%	0	-93%	4	625%	1.73%	3.1
首创证券	4	41%	2	108%	1	1%	0	64%	1	-44%	-0	-180%	3	669%	1.44%	3.0
太平洋	5	89%	1	1511%	1	-20%	0	391%	0	30%	1	16%	3	255%	1.60%	1.2
第一创业	7	30%	1	96%	1	-9%	0	-40%	2	-7%	0	-39%	2	NA	0.96%	2.5
中原证券	5	19%	1	282%	1	-23%	0	-83%	0	55%	0	306%	2	174%	0.51%	2.9
华林证券	2	-26%	1	-58%	1	-22%	0	-79%	0	85%	1	-9%	0	-31%	0.97%	3.3

数据来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 底色越红表示指标越好; “NA” 表示增速不适用。

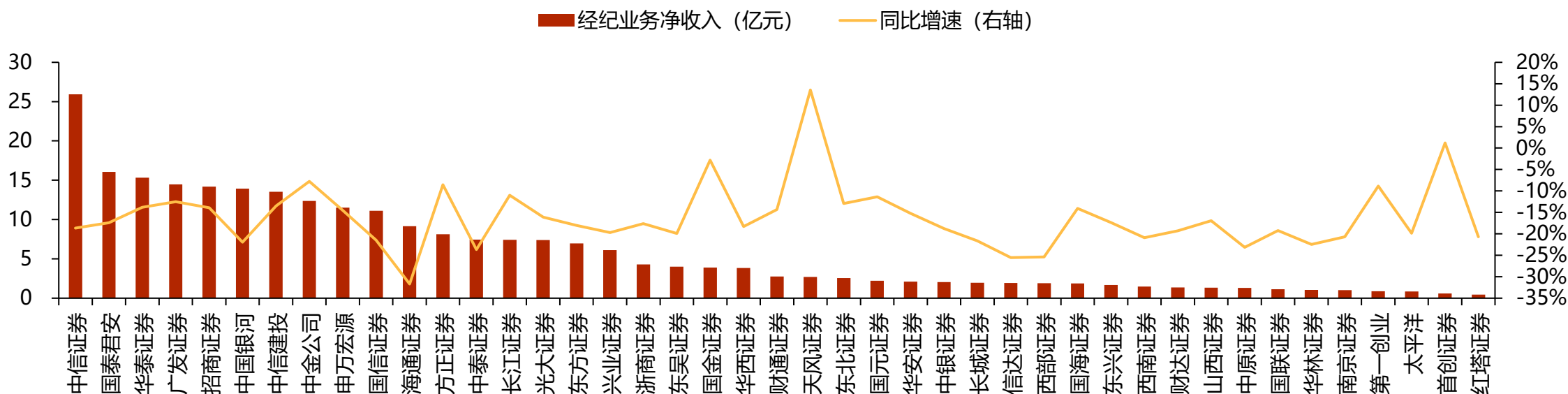
02

业务拆解

23Q1上市券商经纪业务净收入同比减少17%，股基金成交额同比下降，代销金融产品情况恢复不及预期。

- 23Q1上市券商经纪业务净收入合计为252亿元，同比减少17%，主要是因为股基成交额同比下滑及代销金融产品业务恢复不及预期。虽然23Q1权益市场表现较好，但推测部分投资者短期有回本或获利后赎回产品以求“落袋为安”的行为，判断市场金融产品申购费收入暂时承压。
- 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25.9、16.1、15.3亿元；收入增速排名前三的公司为天风证券、首创证券、国金证券，增速分别为14%/1%/-3%。

23Q1上市券商经纪业务净收入及增速

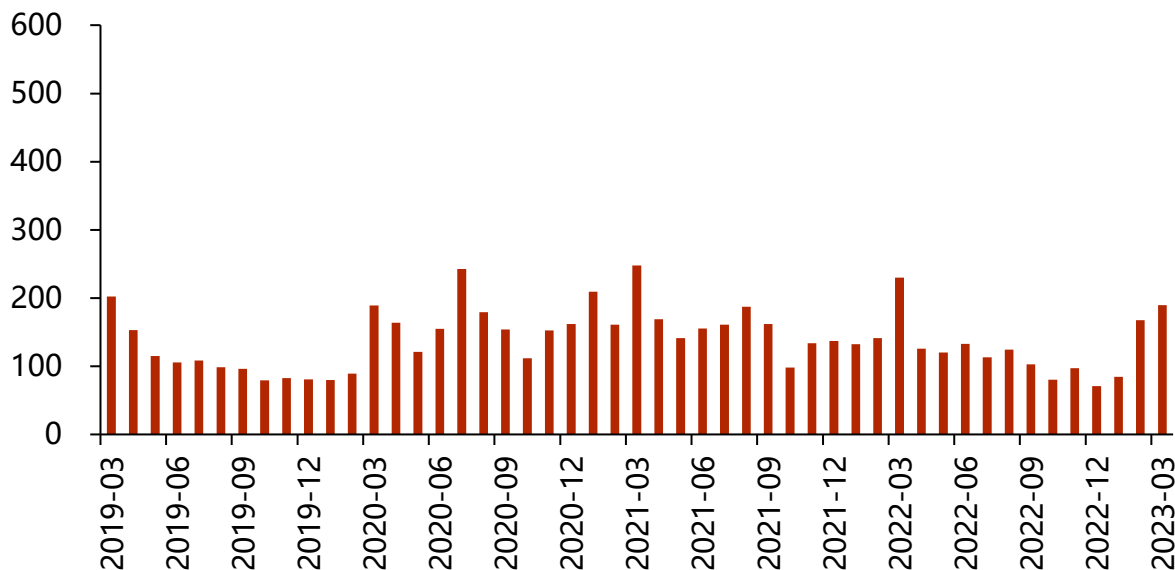


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

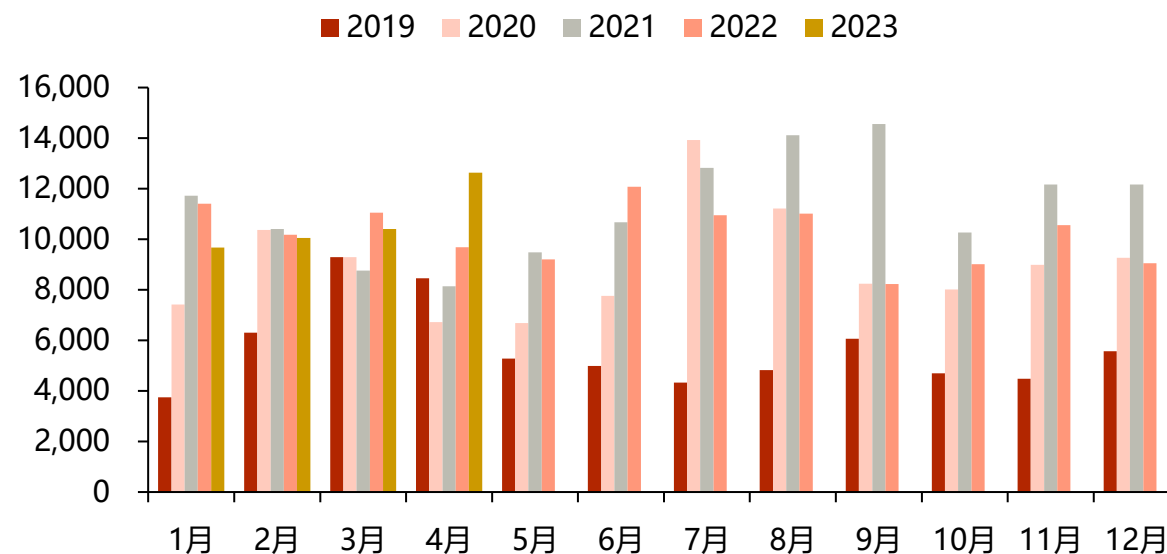
新增投资者人数环比增长，日均成交额数据逐月改善，利好政策有望支撑交投活跃度进一步提高。

- **投资者：**2023年2月，新增投资者数量环比1月显著增长98%至168万人，3月新增投资者数量达190万人，环比增长13%。
- **成交额：**23Q1日均股基成交额同比下滑8%至1.0万亿元，但逐月来看成交额环比好转。2023年1-4月单月日均股基成交额分别为0.97/1.00/1.04/1.26万亿元，2-4月环比增速分别为4%/3%/21%，年初至今日均股基成交额已实现同比正增长。23Q1调降结算备付金缴纳比例、下调转融通保证金等利好政策频发，后续有望再看到成交额的改善。

月度新增投资者数量 (万人)



月度日均股基成交额 (亿元)

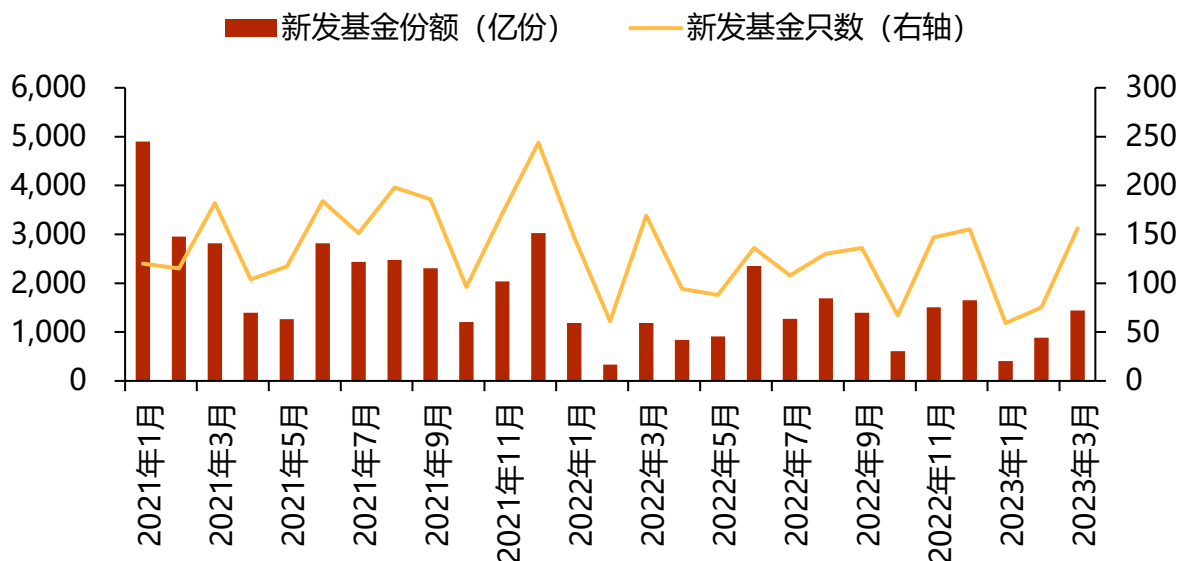


数据来源：Wind，浙商证券研究所。

新发基金份额环比好转，23Q1中信证券、华泰证券进入所有代销公募基金前10名。

- 2022年上市券商代销金融产品收入同比下跌27%，2023年初以来，新发基金份额逐月改善，1-3月份额分别为407/884/1,443亿份，2-3月环比增速分别为117%/63%。23Q1末中信证券、华泰证券、广发证券代销公募基金保有规模排名行业前三，中信证券、华泰证券进入所有代销机构前10名。

新发基金份额环比上升



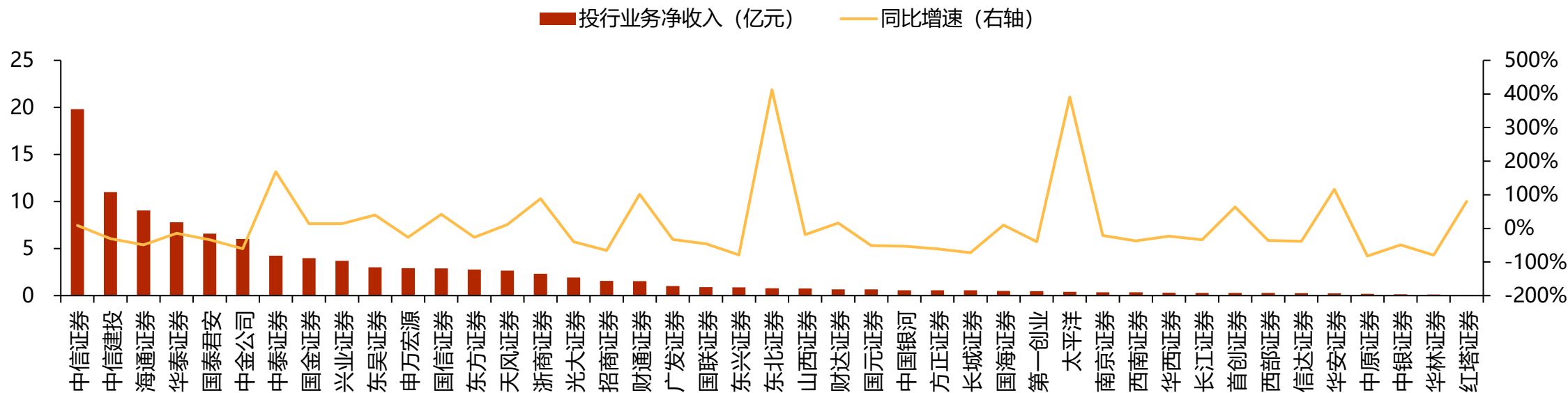
公司名称	23Q1股票+混合公募基金保有规模 (亿元)	23Q1非货币市场公募基金保有规模 (亿元)
中信证券股份有限公司	1309	1574
华泰证券股份有限公司	1282	1432
广发证券股份有限公司	832	986
中信建投证券股份有限公司	718	788
招商证券股份有限公司	700	752
中国银河证券股份有限公司	576	598
国信证券股份有限公司	536	565
国泰君安证券股份有限公司	501	628
平安证券股份有限公司	497	529
东方证券股份有限公司	411	433

数据来源：Wind，公司年报，证券业协会，浙商证券研究所。

23Q1上市券商投行业务净收入同比减少25%，主要是因为股权承销规模同比下降，尤其是IPO规模下滑较多。

- 23Q1上市券商投行业务净收入合计为105亿元，同比下降25%，主要是因为行业股权承销规模同比下降。
- 收入排名前三的公司为中信证券、中信建投、海通证券，分别实现投行业务净收入19.8、11.0、9.1亿元；收入增速排名前三的公司为东北证券、太平洋证券、中泰证券，增速分别为413%/391%/168%。

23Q1上市券商投行业务净收入及增速

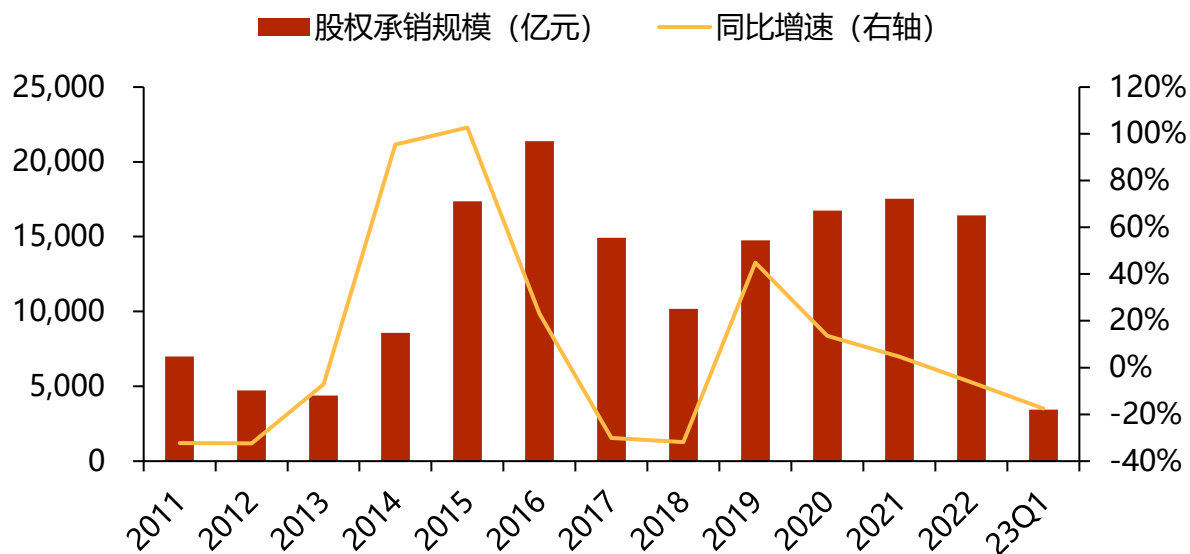


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

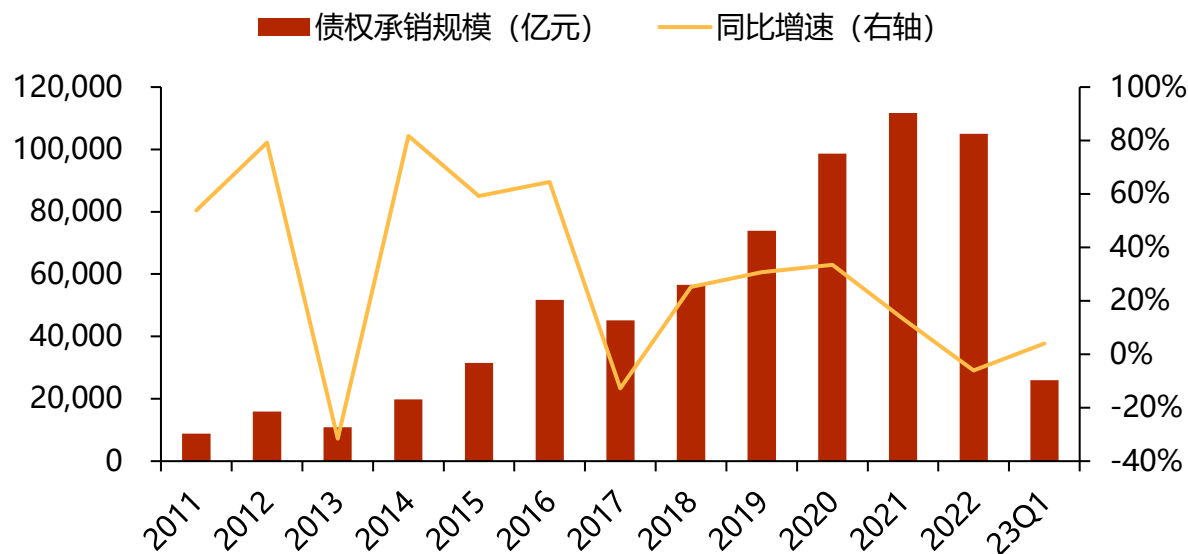
23Q1股权承销规模同比减少17%，其中IPO规模在22Q1的高基数影响下同比下降64%。

- 23Q1行业股权承销规模（Wind按上市日统计口径）3,450亿元，同比减少17%；行业债权承销规模25,929亿元，同比增长4%。股权承销中，IPO和再融资规模分别为651/2,799亿元，同比增幅为-64%/18%。IPO规模大幅下滑主要是因为22Q1有两个超百亿元大单，中国移动、晶科能源分别募资520亿元和100亿元，以及2022年底上市新规发布后，部分企业的财务指标不再符合上市申报规定，因此23Q1有较多公司撤单。

行业股权承销规模及增速



行业债权承销规模及增速



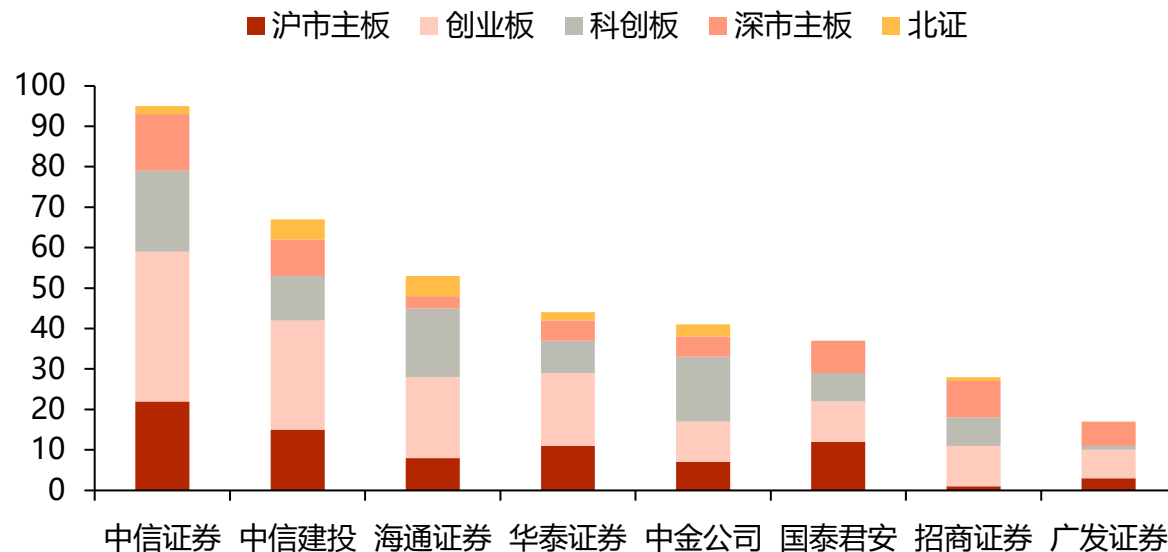
数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：股权承销包括首发、增发、配股、优先股、可转债；债权承销包括可交债、地方政府债、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、定向工具、国际机构债、政府支持机构债、ABS。

投行收入CR5保持较高水平，中信证券、中信建投IPO承销规模超百亿。

- **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，中信证券、中信建投IPO承销规模超百亿元，且是第三名的两倍左右。23Q1投行业务收入CR5与2022年持平，保持在52%的较高水平。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95/67/53个。

23Q1	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	4,533	15.43	102	15.70	854	34.28	-	-	32	11.34	3,544	13.67
中信建投	3,309	11.26	100	15.39	387	15.55	-	-	10	3.34	2,812	10.85
华泰证券	2,733	9.30	56	8.55	315	12.63	-	-	113	39.83	2,250	8.68
中金公司	2,670	9.09	20	3.14	324	12.99	-	-	-	-	2,326	8.97
国泰君安	1,878	6.39	40	6.07	44	1.76	-	-	-	-	1,795	6.92
海通证券	923	3.14	75	11.57	63	2.53	-	-	3	1.13	781	3.01
申万宏源	836	2.85	15	2.23	47	1.87	-	-	5	1.81	770	2.97
平安证券	813	2.77	-	-	9	0.38	-	-	-	-	803	3.10
国开证券	784	2.67	-	-	-	-	-	-	-	-	784	3.02
招商证券	754	2.57	-	-	30	1.20	-	-	18	6.48	706	2.72

头部券商IPO项目储备数量

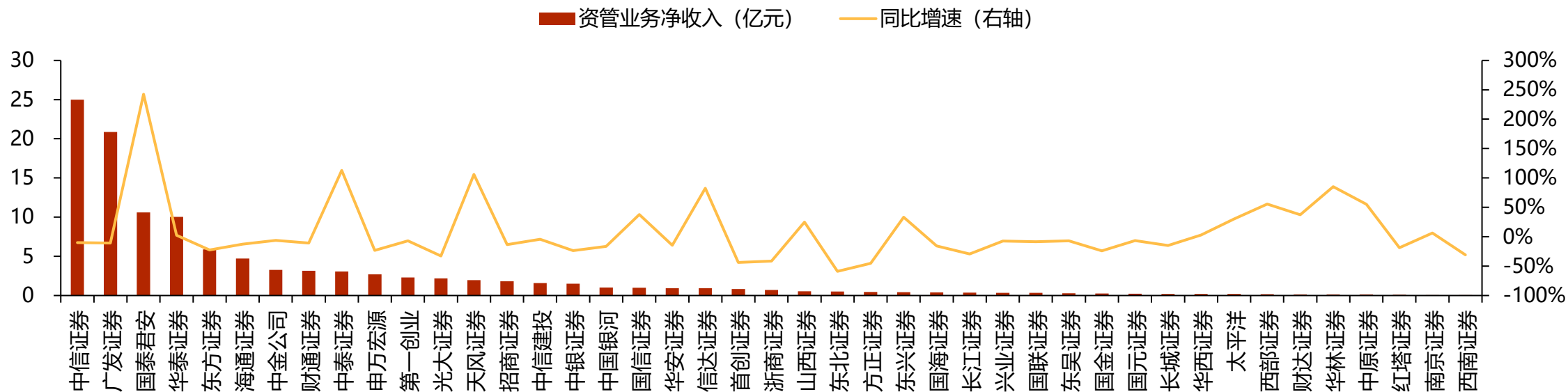


数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：IPO项目储备数量截至2023年4月29日，不包括暂缓表决、终止审查、终止注册、不予注册的项目。

23Q1上市券商资管业务净收入同比下滑2%，判断归因资管规模同比下滑。

- 23Q1上市券商资管业务净收入合计为111亿元，同比小幅下滑2%，判断系资管规模同比下降所致。
- 收入排名前三的公司为中信证券、广发证券、国泰君安，分别实现资管业务净收入25.0、20.9、10.6亿元；收入增速排名前三的公司为国泰君安、中泰证券、天风证券，增速分别为242%/113%/106%。

23Q1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。

运作较好的资管子公司ROE较高，对券商净利润贡献可观。

- 资管子公司的ROE要高于券商的ROE水平，部分运作较好的资管子公司对券商的净利润贡献度也较为可观。目前行业内资管子公司已有25家，2023年4月28日，证监会核准长城证券设立资产管理子公司，资管子公司即将扩容至26家，发展资管业务支撑业绩增长成为行业趋势。

资管子公司 ROE	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
财通资管	NA	29%	10%	24%	22%	35%	27%
东证资管	47%	45%	46%	27%	35%	46%	22%
中泰资管	42%	29%	9%	17%	17%	11%	17%
光证资管	35%	38%	32%	30%	34%	26%	16%
华泰资管	34%	21%	24%	20%	16%	14%	12%
招商资管	45%	30%	22%	20%	19%	16%	8%
东证融汇	18%	9%	1%	12%	8%	8%	8%
兴证资管	23%	12%	8%	9%	6%	6%	8%
海通资管	4%	11%	13%	19%	17%	15%	8%
浙商资管	NA	9%	0%	5%	5%	5%	5%
国泰君安资管	38%	20%	13%	15%	13%	10%	4%
长江资管	73%	24%	7%	9%	8%	9%	3%
广发资管	44%	29%	21%	18%	16%	3%	2%
银河金汇	10%	14%	5%	4%	7%	1%	1%

券商	资管子公司	2021资管子公司 净利润 (亿元)	2021资管子公司对 券商净利润贡献度	2022资管子公司 净利润 (亿元)	2022资管子公司对 券商净利润贡献度
东北证券	东证融汇	0.8	5%	1.0	42%
财通证券	财通资管	4.6	18%	4.6	30%
东方证券	东证资管	14.4	27%	8.3	28%
光大证券	光证资管	6.7	19%	4.6	14%
中泰证券	中泰资管	0.7	1%	1.2	12%
华泰证券	华泰资管	12.7	10%	10.7	10%
海通证券	海通资管	7.0	5%	4.1	6%
长江证券	长江资管	2.7	11%	0.9	6%
浙商证券	浙商资管	0.8	4%	0.8	5%
招商证券	招商资管	6.9	6%	4.0	5%
兴业证券	兴证资管	0.7	2%	1.0	4%
国泰君安	国泰君安资管	6.1	4%	2.3	2%
广发证券	广发资管	2.0	2%	1.3	2%
中国银河	银河金汇	0.1	0%	0.1	0%
天风证券	天风资管	4.0	69%	3.6	NA

数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

- 公募基金持续为券商贡献净利润，券商扩大公募版图的操作不断。2023年2月，中泰证券受让万家基金11%的股权获批，持有万家基金比例增至60%。4月21日，证监会批复，对国联证券依法受让中融基金75.5%股权无异议。持续发展的公募基金公司将继续成为支撑券商业绩增长的基石。

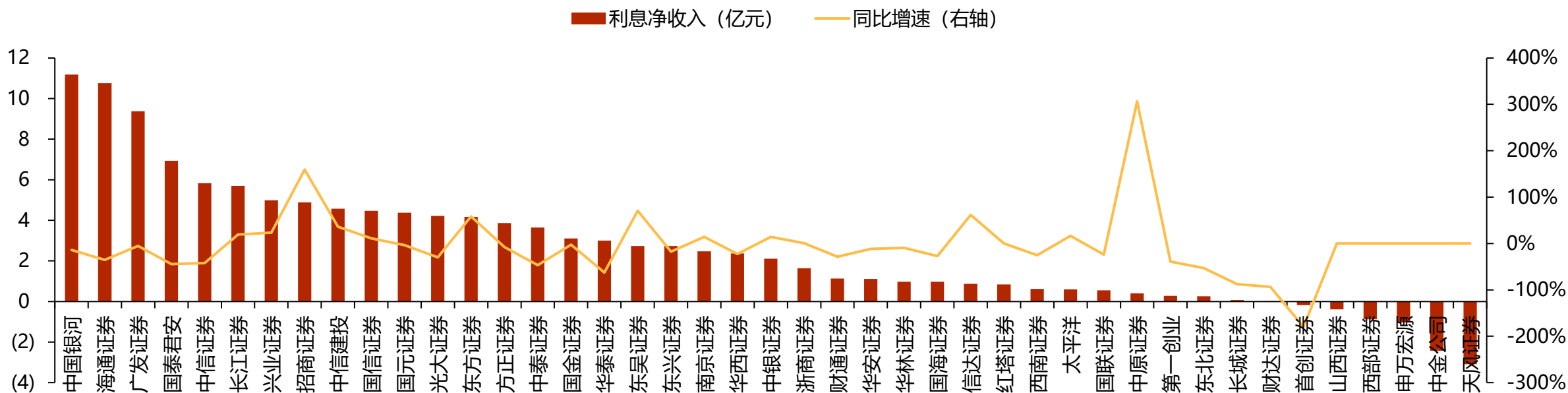
券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金净利润 (亿元)	券商归母净利 (亿元)	22A净利润贡献	22A净利润贡献合计	券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金净利润 (亿元)	券商归母净利 (亿元)	22A净利润贡献	22A净利润贡献合计
西南证券	银华基金	44%	8	3	117%	117%	华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	4	111	2%	8%
东北证券	银华基金	19%	8	2	67%	86%		南方基金	41%	18	111	7%	
	东方基金	58%	1	2	19%		国信证券	鹏华基金	50%	10	61	8%	8%
长城证券	景顺长城基金	49%	14	9	75%	84%	西部证券	西部利得基金	51%	1	4	7%	7%
	长城基金	47%	2	9	9%		中信证券	华夏基金	62%	22	213	6%	6%
第一创业	银华基金	26%	8	4	53%	73%	长江证券	长信基金	45%	2	15	5%	5%
	创金合信基金	51%	2	4	20%		光大证券	光大保德信基金	55%	1	32	2%	5%
	东方红	100%	8	30	28%			大成基金	25%	4	32	3%	
东方证券	汇添富基金	35%	21	30	25%	53%	财通证券	财通基金	40%	2	15	5%	5%
	长城基金	18%	2	30	1%		国泰君安	华安基金	51%	10	115	5%	5%
国海证券	国海富兰克林基金	51%	2	2	50%	50%	东兴证券	东兴基金	100%	0	5	2%	2%
兴业证券	兴证全球基金	51%	17	26	33%	39%	国元证券	长盛基金	41%	1	17	2%	1.7%
	南方基金	9%	18	26	6%		华安证券	华富基金	49%	0	12	2%	1.6%
中泰证券	万家基金	49%	3	6	27%	27%	方正证券	方正富邦基金	67%	0	21	1%	1%
	广发基金	55%	21	79	15%		浙商证券	浙商基金	25%	0	17	1%	1%
广发证券	易方达基金	23%	38	79	11%	26%	东吴证券	东吴基金	70%	0	17	1%	1%
	富国基金	28%	21	28	21%		中信建投	中信建投基金	100%	0	75	0%	0%
申万宏源	申万菱信基金	67%	1	28	3%	24%	国金证券	国金基金	51%	0	12	0%	0%
招商证券	博时基金	49%	17	81	10%	21%	国联证券	中海基金	33%	-0	8	-1%	-1%
	招商基金	45%	18	81	10%		南京证券	富安达基金	49%	-1	6	-4%	-4%
	富国基金	28%	21	65	9%		红塔证券	红塔红土基金	59%	-1	0	-78%	-78%
海通证券	海富通基金	51%	5	65	4%								

数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。注：表格中数据均为2022年数据。

23Q1上市券商利息净收入同比减少18%，主要是因为日均两融余额及股票质押规模下降。

- 23Q1上市券商利息净收入合计为110亿元，同比减少18%，受两融、股票质押规模下降以及利息支出增加拖累。
- 收入排名前三的公司为银河证券、海通证券、广发证券，分别实现利息净收入11.2、10.8、9.4亿元；收入增速排名前三的公司为红塔证券、中原证券、招商证券，增速分别为2070%/306%/159%。

23Q1上市券商利息净收入及增速

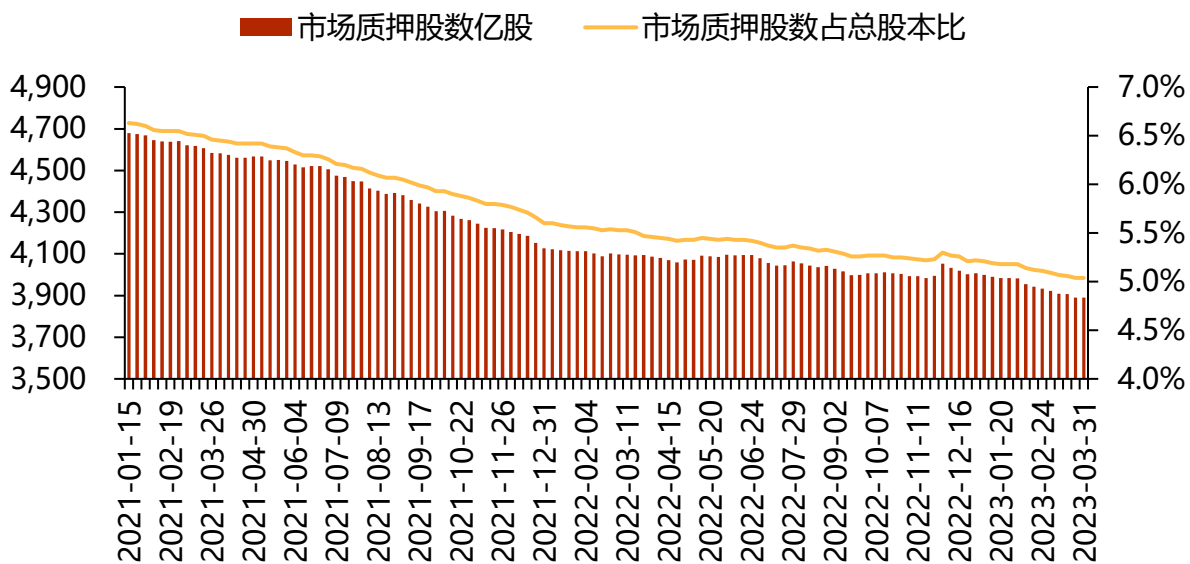


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。注：考虑到红塔证券增速是极端值，会影响图中增速比较的效果，因此未放数据在图中。

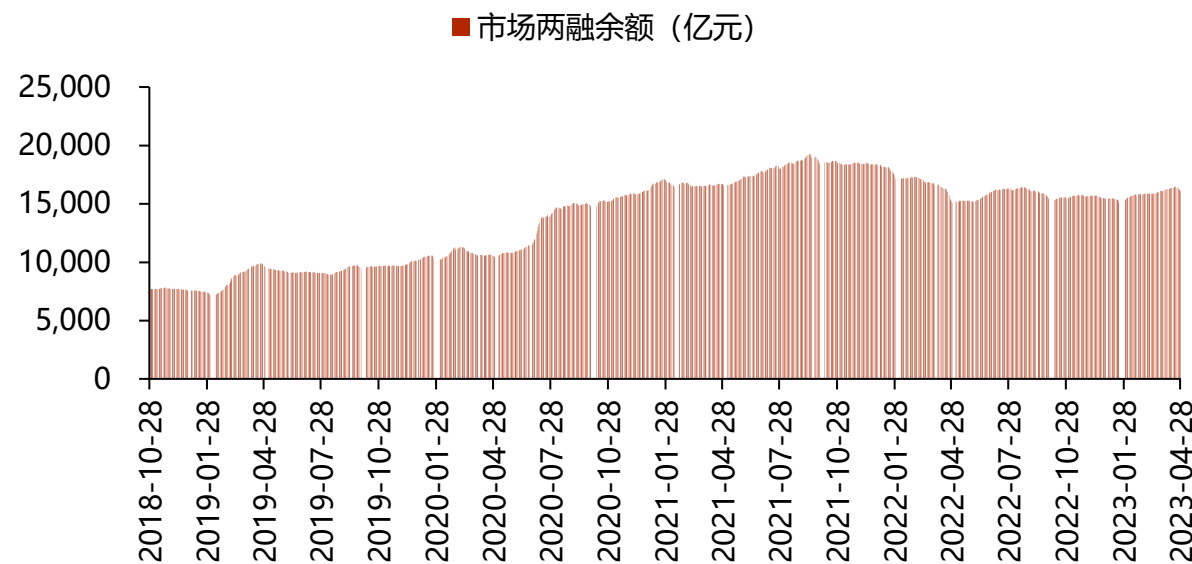
23Q1日均两融余额同比下降10%，下调转融通保证金比例有助于降低转融通业务成本、提高市场活跃度。

- 截至2023年3月末，市场股票质押规模同比下降6%至3.3万亿元，质押股数同比下降5%。市场两融余额达1.61万亿，较年初增长4%，风险偏好有所提升。2021年末至2022年初两融规模处于历史高位，导致23Q1日均两融数据较22Q1下降10%至1.57万亿。
- 4月10日，中证金融下调证券公司保证金比例，将转融通保证金比例档次由两档调整为三档。其中，资信优质的公司保证金比例由20%下调至5%；资信良好的公司由20%下调至10%；其余公司由25%下调至15%。下调保证金比例有助于提高资金使用效率，降低券商转融通业务成本，提高市场活跃度。2023年4月市场日均两融余额较3月增长2%至1.63万亿元，后续有望继续稳步增长。

市场质押数及占比下降



2022年以来市场两融余额回落



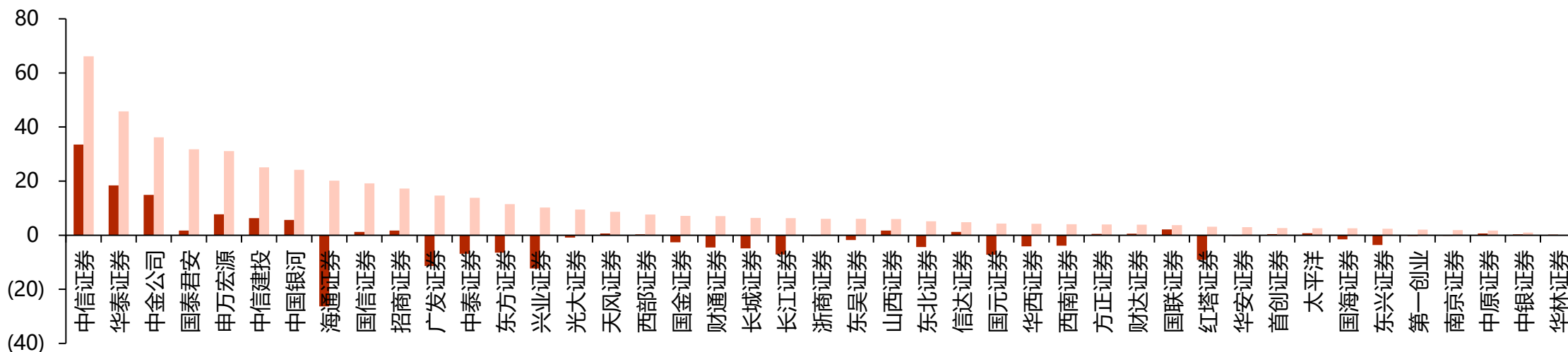
数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

23Q1上市券商投资净收入合计495亿元，较22Q1的-19亿元大幅增长。

- 23Q1上市券商投资净收入合计495亿元，去年同期亏损19亿元，主要是因为投资收益率显著提高以及金融资产规模稳步增长。
- 收入排名前三的公司为中信证券、华泰证券、中金公司，分别实现投资净收入66.1、45.8、36.2亿元。

23Q1上市券商投资净收入

■ 22Q1投资净收入 (亿元) ■ 23Q1投资净收入 (亿元)

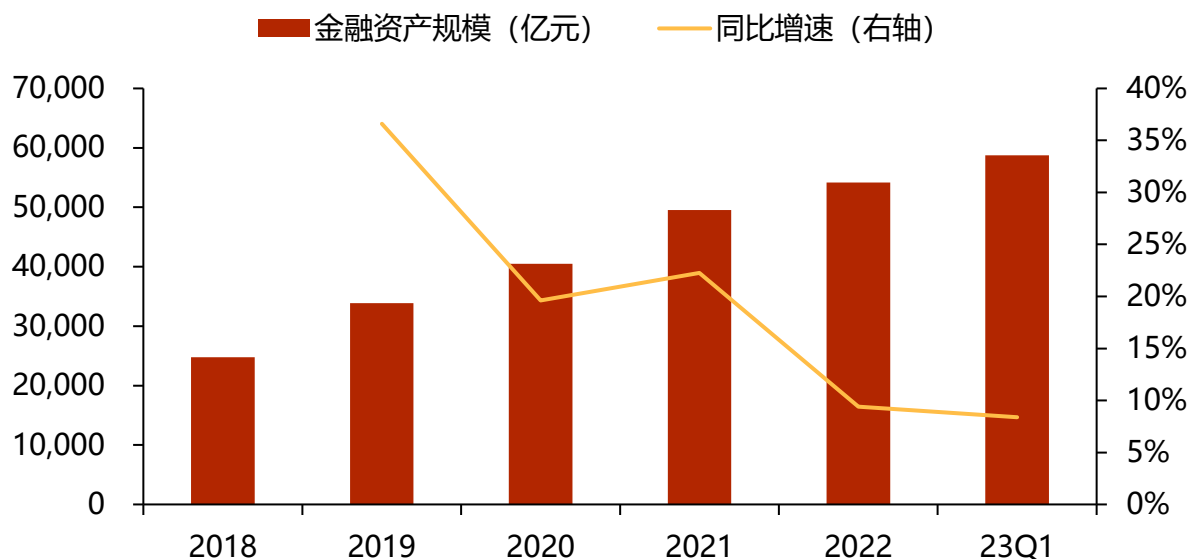


数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

23Q1末上市券商金融资产较年初增长8%，投资收益率同比提高0.92pct。

- 23Q1投资收益表现亮眼主要是因为投资收益率大幅提高以及金融资产规模稳步扩张。23Q1末上市券商金融资产规模较年初增长8%至58,725亿元，年初至今权益市场呈上行态势，上市券商平均投资收益率从22Q1的-0.04%（未年化）提升至23Q1的0.88%（未年化）。

上市券商金融资产规模稳步增长



公司名称	22Q1投资收益率	23Q1投资收益率	△	公司名称	22Q1投资收益率	23Q1投资收益率	△
红塔证券	-2.96%	1.07%	4.03%	东吴证券	-0.28%	0.68%	0.97%
太平洋	1.08%	4.43%	3.35%	广发证券	-0.45%	0.44%	0.90%
东北证券	-1.41%	1.53%	2.94%	光大证券	-0.10%	0.78%	0.88%
中泰证券	-0.85%	2.02%	2.87%	华安证券	-0.05%	0.77%	0.82%
长城证券	-1.35%	1.36%	2.71%	首创证券	0.17%	0.95%	0.78%
国金证券	-0.80%	1.78%	2.58%	南京证券	-0.09%	0.69%	0.78%
兴业证券	-1.46%	1.04%	2.50%	国信证券	0.06%	0.84%	0.78%
华西证券	-1.28%	1.13%	2.42%	国泰君安	0.05%	0.76%	0.72%
财通证券	-0.96%	1.07%	2.03%	中信建投	0.30%	0.94%	0.64%
天风证券	0.15%	2.07%	1.92%	信达证券	0.83%	1.45%	0.62%
国元证券	-1.27%	0.64%	1.91%	申万宏源	0.24%	0.86%	0.62%
西南证券	-0.94%	0.91%	1.85%	华泰证券	0.44%	1.03%	0.59%
长江证券	-1.01%	0.83%	1.84%	中金公司	0.42%	1.01%	0.59%
海通证券	-0.97%	0.72%	1.69%	招商证券	0.06%	0.56%	0.50%
财达证券	0.27%	1.75%	1.48%	中国银河	0.21%	0.71%	0.50%
浙商证券	-0.04%	1.27%	1.31%	中银证券	0.18%	0.65%	0.47%
国海证券	-0.47%	0.79%	1.26%	中原证券	0.24%	0.69%	0.45%
西部证券	0.06%	1.29%	1.23%	中信证券	0.52%	0.97%	0.44%
第一创业	-0.14%	0.97%	1.11%	方正证券	0.06%	0.47%	0.41%
东方证券	-0.43%	0.67%	1.10%	国联证券	0.55%	0.80%	0.25%
东兴证券	-0.69%	0.41%	1.10%	华林证券	0.21%	0.12%	-0.08%
山西证券	0.55%	1.60%	1.04%				

数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：23Q1末增速为较年初增速。

03

投资建议

22Q2单季净利润为全年中最高，我们预测上市券商23H1营收、净利润分别同比增长14%/27%，增速较23Q1放缓。

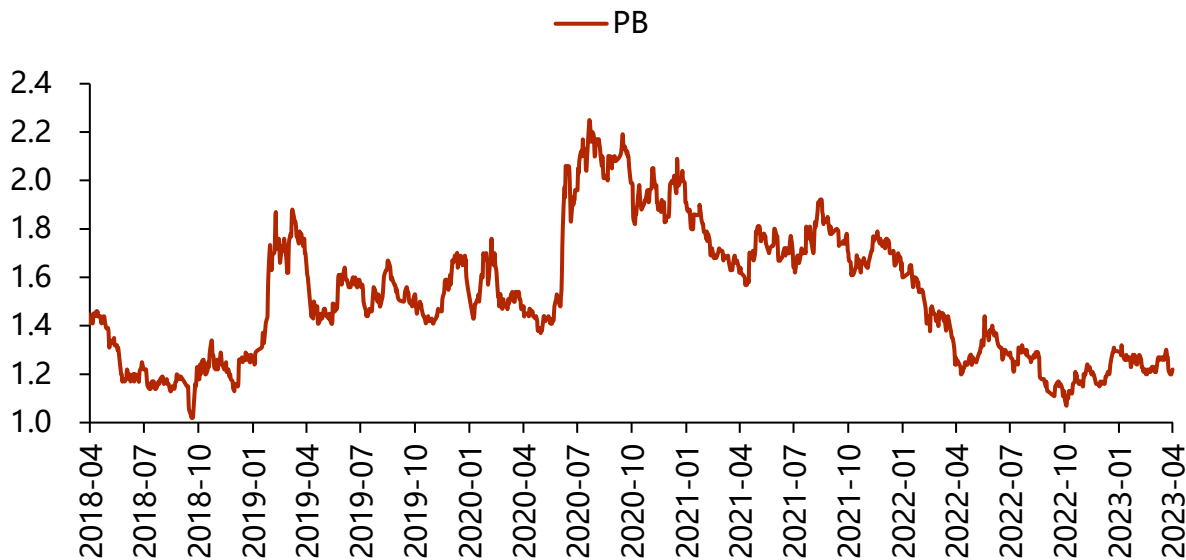
- **(1) 轻资产业务：**①财富管理：2023年4月，市场日均股基金成交额同比增长30%至1.26万亿元。22Q2日均股基成交额为1.04万亿元，假设市场活跃度维持较高水平，23Q2日均股基成交额同比增长11%。22Q2，市场公募基金规模期初期末均值为25.8万亿元，23Q2初公募基金规模为26.4万亿元，且年初以来基金规模呈稳步增长态势，预计23Q2公募基金规模期初期末均值同比增长3%。综上，假设23Q2经纪业务、资管业务收入分别同比增长6%/2%。②投资银行：2023年4月，行业承销规模同比增长48%，其中股权、债权承销规模分别同比-20%/+63%。考虑到债权承销费率远低于股权承销费率，预计收入增速会大幅低于承销规模增速，假设23Q2投行业务净收入同比增长8%。
- **(2) 重资产业务：**①信用业务：2023年1-4月日均两融余额分别为1.54/1.57/1.59/1.63万亿元，数据逐月改善，且在政策刺激下有继续提高的态势。22Q2市场日均两融余额为1.56万亿元，若2023年5、6月日均两融余额与4月持平，则23Q2日均两融余额同比提高4%，支撑利息收入增长。但考虑到23Q1末卖出回购金融资产同比增长18%，推测23Q2利息支出增幅会继续高于利息收入增幅。预计二者影响抵消下，23Q2利息净收入同比减少约5%；②投资业务：22Q2上证综指上涨4.5%，投资净收入为484亿元；23Q1上证综指上涨5.9%，投资净收入为495亿元。2023年4月上证综指上涨1.5%，权益市场继续上行，但考虑到22Q2高基数的影响，假设23Q2投资净收入同比持平。
- **综上：**行业层面来看，22Q2单季净利润为全年中最高，我们预测上市券商23Q2营收、净利润分别同比下降1%/1%，23H1营收、净利润分别同比增长14%/27%，增速较23Q1放缓。个股层面来看，仍有23Q2有望实现业绩高增的个股，如东方证券22Q2由于一次性计提信用减值损失高达8.6亿元，导致净利润基数较低。在减值压力已经缓释的情况下，推测23Q2仍能实现较高净利润增速。

数据来源：Wind，浙商证券研究所。

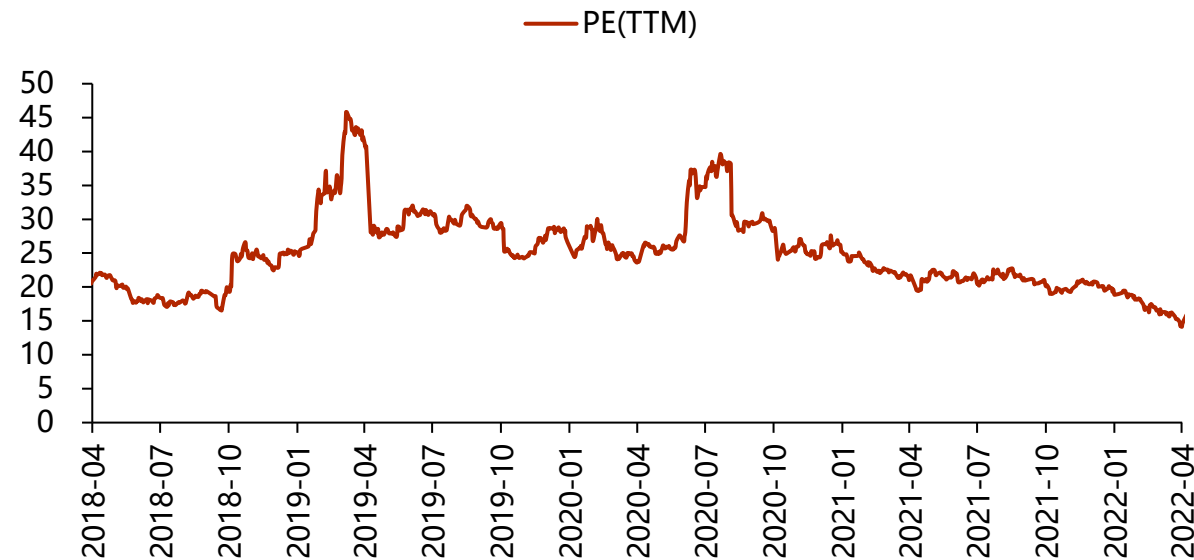
估值具有安全边际，利好政策频发有助于估值修复。

- 券商板块当前PB估值为1.35倍，处于10年11%分位。2023年以来行业内利好政策频出，全面注册制落地，下调最低备付金缴纳比例提高券商资金使用效率，下调转融通成本提高市场活跃度，看好券商全年业绩恢复以及板块估值修复。
- 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28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。**
- 4、行业数据测算偏差风险：报告内涉及的行业数据测算均基于一定前提假设条件，或存在实际达不到、造成预测结果不及预期的风险。**

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>