

证券

2022 年及 2023Q1 业绩综述

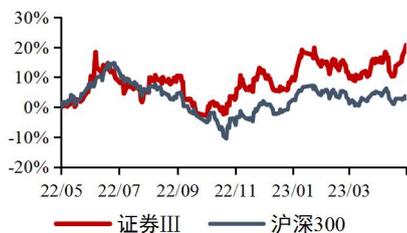
领先大市-A(维持)

自营为业绩胜负手，转型持续深化

2023 年 5 月 10 日

行业研究/行业分析

证券板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600030.SH	中信证券	增持-A
600109.SH	国金证券	增持-A
601456.SH	国联证券	增持-A
601555.SH	东吴证券	增持-A

相关报告：

【山证证券Ⅲ】Q4 保有规模走弱，券商持续蚕食市场份额-公募基金销售动态跟踪 2023.2.14

【山证证券Ⅲ】莫道浮云终蔽日，严冬过尽绽春雷-【山证非银】证券行业年度策略 2023.1.13

分析师：

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

投资要点：

➢ **资产扩张受阻，ROE 同比下降。**总资产为 11.06 万亿元，净资产为 2.79 万亿元，较 2021 年末分别增加 4.44%、8.56%，规模保持增长，但扩张速度明显回落。行业财务杠杆倍数 3.29（上年末为 3.38），近五年来首次下滑。全行业实现营业收入和净利润分别为 3949.73 亿元，1423.01 亿元，同比减少 21.38%和 25.54%，业绩增速大幅下滑。平均 ROE 为 5.31%，同比下降 2.53pct，ROA 为 1.61%，同比下降 0.70pct。43 家上市券商仅 2 净利润同比增加。

➢ **投资业务成为拖累证券行业经营业绩的主要因素，营收结构向轻资产倾斜。**2022 年全行业实现投资收益 608.39 亿元，同比下降 55.94%。投行业务实现收入 659.21 亿元，同比下滑 6%；经纪、资管、资本中介业务分别实现收入 1285.64 亿元、270.95 亿元和 633.14 亿元，同比下滑 17%、10%和 3%。从营收贡献度来看，经纪业务仍然是第一大收入来源，占比达到 32.55%。证券行业整体轻资产业务（经纪、投行、资管）占比合计 56%，较 2021 年提升 5 个百分点，重资产业务（投资、资本中介）占比合计 31%，较 2021 年下降 9 个百分点。轻资产业务占比连续 3 年提升。

➢ **头部券商仍然保持较强的韧性。**头部券商受益于多元化展业、政策优势、业务协同优势、科技实力等因素，营收净利润依然保持较大体量。从归母净利润绝对水平来看，百亿俱乐部由 10 家降至 3 家（中信证券、国泰君安、华泰证券），中信证券依然以 221.69 亿元位居行业榜首，龙头地位稳固。有 8 家降幅小于行业整体水平，4 家降幅小于 10%。

➢ **自营业务表现成业绩关键因素。**投资业务大幅下滑，上市券商通过控制权益类资产规模，推动客需业务发展，进行非方向型转型，发展衍生品等业务，拓展收入来源，降低波动性。自营业务从下降 178%到增长 234%，不同证券公司由于资产配置方向和业务布局的不同表现出较大的差异，同时由于自营业务占比较大，自营业务的表现成为影响证券公司业务表现的重要因素，自营业务表现稳健的公司，整体业绩相对表现较好。

➢ **财富管理向买方投顾艰难转型。**财富管理的关键在于持续的牛市带来的财富扩张，券商积极思考财富管理转型新路径，大型券商利用自身 PB、托管、结算、ETF 及场外衍生品做市等业务优势拓展机构客户、产业客户，提供 B 端产品代销服务。2022 年证券行业代理机构客户证券交易额占比为 31.81%，近年来持续增加。通过自建投顾体系，引入外部大 V 等方式进行财富管理转型，同时，多家券商打造外部引流、内部服务双平台一体化运营，以科技赋能财富。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



- **投行业务收入小幅下降。**2022年证券公司首发承销金额5868.86亿元，同比增长8.15%，再融资金额7844.50亿元，同比减少18.08%；证券公司承销债券10.74万亿元，同比降低6.53%。头部券商优势显著。43家上市券商中，14家公司实现投行业务正增长，其中多为头部券商。头部券商进一步完善综合服务能力，推动业务链条向海外延伸，部分券商聚焦专业化，深耕区域和产业，整合资源。
- **资管业务头部效应明显。**行业通道业务规模继续下降，主动管理规模占比提升至40.80%，首次超过单一计划，同时公募牌照放宽，多家券商申请资管子公司。2022年大资管业务整体Top2为中信证券、广发证券，收入规模分别达到109.40亿元、89.39亿元，远高于其他券商资管收入，基金业务在整体资管业务的贡献率分别71.66%、91.20%。
- **机构业务布局初显成效。**机构领先券商业绩逆周期调节能力更强，机构客户占比逐年提升，2022年证券公司代理客户证券交易额733.25万亿元，其中机构客户占比达32%。资本金充足、资金效率高、机构客户广阔的券商胜率更高，各机构业务排名靠前的均为头部券商。同时，部分业务具备分化属性，研究、ETF做市等细分业务上，中小券商不断发力。
- **2023年Q1受益于权益市场回暖，营收和净利润大幅提升。**受益于二级市场主要是权益市场的大幅回暖，上市券商2023年一季度营业收入和净利润大幅提升。43家上市券商合计实现营业收入1348.92亿元，同比增长39%，实现归母净利润429.70亿元，同比增长85%；2023年一季度净利润在20亿元以上的有10家，有24家增速在100%以上，32家增速在50%以上。
- **投资策略：政策面稳步推进改革，证券公司全面受益。**全面注册制正式实施，进一步完善发行交易制度，资本市场迎来较好发展契机，带动投行业务增量业务。国务院机构改革方案落地，有助于资本市场全面改革的深入推进，同时对外开放持续推进，股票互联互通标的范围进一步扩大，推动更多增量资金入市。**市场环境改善，一季度业绩明显回暖。**2023年一季度国内经济运行平稳，市场主要指数整体上涨，全面降准释放流动性，市场活跃度明显提升，基金发行市场回暖，两融及成交量改善，受益于市场流动性的改善带来业绩提升，上市券商2023年一季度业绩明显改善。**市场风险偏好提升，证券板块热度增加。**在整体热度提升的推动下，部分证券公司表现突出，申万三级证券指数上涨11.60%，超过沪深300指数6.66%，目前PB为1.28倍，仍处于近五年的27.45%位置，仍有一定向上动能，随着业绩的持续释放，预计板块关注度及热度将继续保持。建议关注资本实力及业务布局领先的头部券商中信证券，投行业务优势券商国金证券，业绩弹性较大股东协同加持的中小券商国联证券及深耕区域的特色券商东吴证券。

**风险提示：**二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期，业务推进不及预期。

## 目录

1. 证券行业 2022 年年报整体分析.....	6
1.1 行业整体业绩：业绩回落，自营业务拖累.....	6
1.2 上市证券公司业绩特征.....	7
1.2.1 业务表现落后行业整体.....	7
1.2.2 头部券商继续蚕食份额.....	8
1.2.3 自营业务成胜负关键手.....	9
1.2.4 资产负债管理重要性提升.....	12
1.2.5 成本压降，更加注重管理效率.....	15
2. 上市券商细分业务.....	17
2.1 财富管理向“买方投顾”艰难转型.....	17
2.2 投资银行收入小幅下降.....	20
2.3 资管业务表现出极高的头部效应.....	21
2.4 自营投资全面承压.....	22
2.5 信用减值损失同比下降.....	24
2.6 机构业务布局成效初显.....	24
3. 上市券商 2023 年一季报分析.....	25
4. 投资策略.....	26
5. 风险提升.....	27

## 图表目录

图 1：近 5 年证券行业总资产规模及增速.....	6
图 2：近 5 年证券行业净资产规模及增速.....	6
图 3：近 5 年证券行业营业收入及增速.....	6
图 4：近 5 年证券行业净利润及增速.....	6

图 5: 近 5 年证券行业净利率水平.....	7
图 6: 近 5 年证券行业 ROE 水平.....	7
图 7: 2022 年证券行业各项业务收入及同比增速.....	7
图 8: 近五年各项业务营收贡献度.....	7
图 9: 上市券商营业收入分布.....	8
图 10: 上市券商归母净利润分布.....	8
图 11: 营业收入集中度 (剔除其他营业收入) .....	9
图 12: 净利润集中度.....	9
图 13: 行业收入结构变化.....	10
图 14: 上市券商营业支出对比 (单位: 亿元) .....	15
图 15: 2022 日均成交金额 0.78 万亿元, -30.00%.....	18
图 16: 2022 年新增投资者 1472.76 万户, -24.99%.....	18
图 17: 2022 年股权承销规模及家数.....	20
图 18: 2022 年投行业务收入及增速 (单位: 亿元/%) .....	20
图 19: 券商大资管业务收入 (单位: 亿元) .....	21
图 20: 证券行业资产管理业务规模及结构.....	21
图 21: 2022 年券商资管业务 (单位: 亿元) .....	22
图 22: 2022 年券商基金管理业务 (单位: 亿元) .....	22
图 23: 自营业务收入前十 (单位: 亿元) .....	23
图 24: 上市券商自营业务资产规模变化 (单位: 亿元) .....	23
图 25: 上市券商 2023Q1 营业收入分布.....	25
图 26: 上市券商 2023Q1 归母净利润分布.....	25
图 27: 上市券商 2023Q1 整体业绩 (单位: 亿元) .....	26



图 28: 上市券商 2023Q1 细分业务 (单位: 亿元) .....	26
表 1: 上市券商 2022 年营收结构及增速 (单位: 亿元) .....	10
表 2: 上市券商主要业务驱动对比.....	11
表 3: 上市券商资产配置变化情况 (单位: 亿元, 自营业务收入增速降序) .....	12
表 4: 部分券商子公司贡献对比 (单位: 亿元) .....	14
表 5: 上市券商营业支出变化 (单位: 亿元, 员工费用同比降序) .....	16
表 6: 部分证券公司财富板块定位及发展纲领.....	17
表 7: 部分证券公司基金投顾规模.....	19

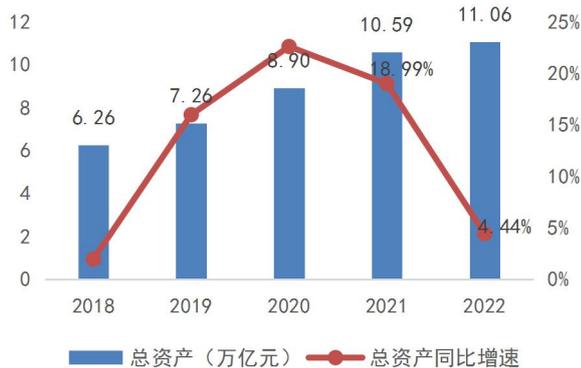
## 1. 证券行业 2022 年年报整体分析

### 1.1 行业整体业绩：业绩回落，自营业务拖累

**资本扩张受阻，总资产增速回落。**截至 2022 年 12 月 31 日，证券公司总资产为 11.06 万亿元，净资产为 2.79 万亿元，较 2021 年末分别增加 4.44%、8.56%，增速较 2021 年大幅降低（2021 年较 2020 年总资产和净资产分别增长 19%和 11%），总资产及净资产保持增长，但扩张速度明显回落。行业财务杠杆倍数 3.29（上年末为 3.38），近五年来首次下滑。

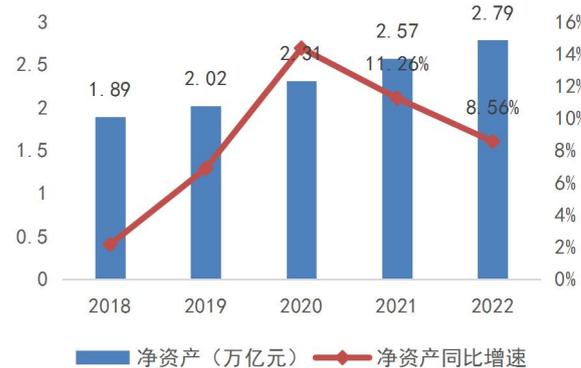
**营收净利大幅下滑，ROE 同比下降。**2022 年证券全行业实现营业收入和净利润分别为 3949.73 亿元，1423.01 亿元，同比减少 21.38%和 25.54%，业绩增速大幅下滑。平均 ROE 为 5.31%，同比下降 2.53pct，ROA 为 1.61%，同比下降 0.70pct。净利率基本保持稳定，2022 年行业整体净利率为 36.03%，下降 2.01pct，但仍高于 2021 年的 35.13%。

图 1：近 5 年证券行业总资产规模及增速



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 2：近 5 年证券行业净资产规模及增速



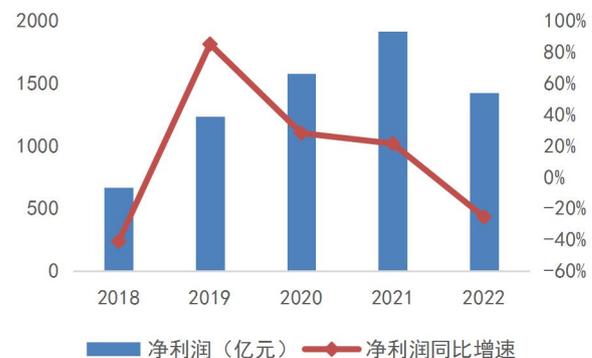
数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 3：近 5 年证券行业营业收入及增速



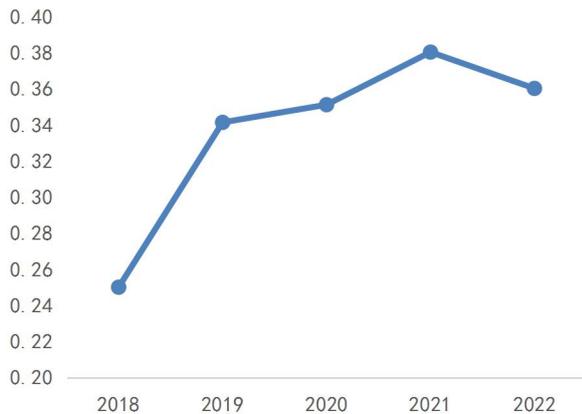
数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 4：近 5 年证券行业净利润及增速



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 5：近 5 年证券行业净利率水平



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

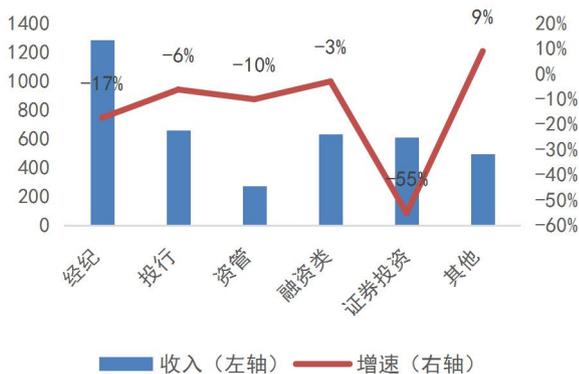
图 6：近 5 年证券行业 ROE 水平



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

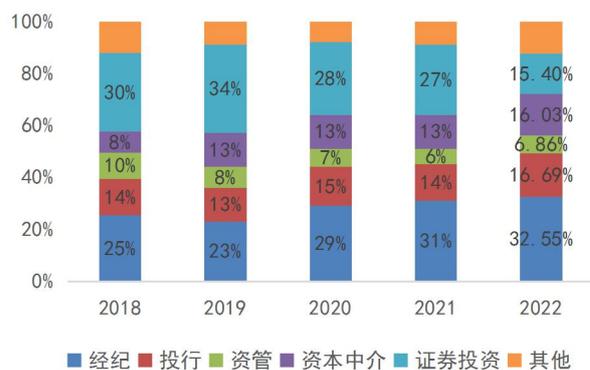
**投资业务成为拖累证券行业经营业绩的主要因素。**2022 年全行业实现投资收益 608.39 亿元，同比下降 55.94%，收入减少 748.25 亿元，是收入下滑的主要因素；投行业务实现收入 659.21 亿元，同比下滑 6%；经纪、资管、资本中介业务分别实现收入 1285.64 亿元、270.95 亿元和 633.14 亿元，同比下滑 17%、10% 和 3%。从营收贡献度来看，经纪业务仍然是第一大收入来源，占比达到 32.55%；投行、资本中介、投资业务分别占比 16.69%、16.03%和 15.40%，由于投资业务的大幅下滑，其余业务占比被动增加，投行、资本中介业务占比提升 2.76pct 和 3.28pct。资管业务收入占比较为稳定，为 6.86%。

图 7：2022 年证券行业各项业务收入及同比增速



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 8：近五年各项业务营收贡献度



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

## 1.2 上市证券公司业绩特征

### 1.2.1 业务表现落后行业整体

**上市券商业绩降幅大于行业平均水平。**43 家上市券商合计实现营业收入 4603.44 亿元，同比下降 22.89%；

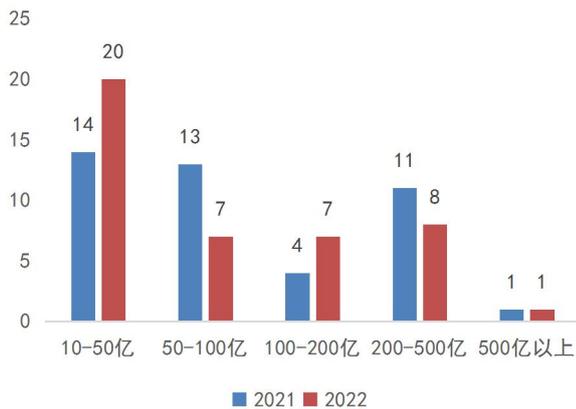
合计实现净利润 1201.64 亿元，同比下降 31.98%，大于行业（25.54%），8 家下降幅度小于行业。

**头部券商仍然保存较大韧性。**从已披露上市券商的营业收入和归母净利润分布来看，头部券商受益于多元化展业、政策优势、业务协同优势、科技实力等因素，营收净利润依然保持较大体量，经营业绩稳居行业前列，前十名与去年同期相同。

**从归母净利润绝对水平来看，**由于经营业绩整体下滑，百亿俱乐部由 10 家降至 3 家（中信证券、国泰君安、华泰证券），中信证券依然以 221.69 亿元位居行业榜首，归母净利润高于国泰君安 90.76%，龙头地位稳固。整体分布下移，2022 年归母净利润 100 亿以上减少 7 家，50 亿-100 亿区间有 7 位券商（2021 年为 2 家）；10 亿-50 亿区间 13 家券商（2021 年为 19 家）；10 亿以下券商 20 家（2021 年为 12 家）。

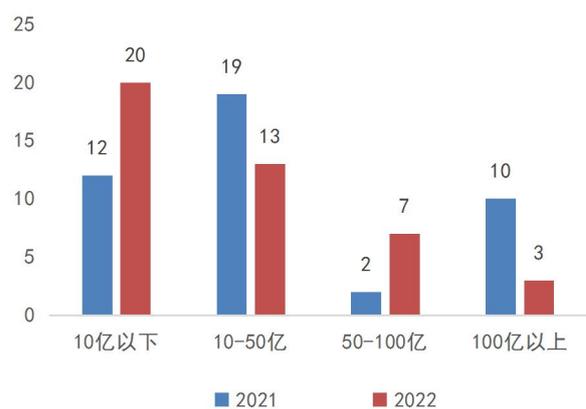
**从归母净利润增速来看，**仅有 2 家（方正证券和信达证券）实现同比增长，有 4 家降幅小于 10%，分别为华林证券、中信证券、光大证券、国元证券，降幅分别为 3.94%、7.72%、8.47%、9.24%。

图 9：上市券商营业收入分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：上市券商归母净利润分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

**ROE 整体下滑，与国际投行同向变动。**从 ROE（加权）水平来看，仅方正证券同比增加，大型券商受自营及跟投收益下降拖累，同时去年同期 ROE 水平较高，中小券商降幅明显小于大型券商。中信建投（9.99%）和信达证券（9.39%）ROE 居前。国际投行由于 2022 年投资及投行业务大幅下滑，ROE 降低，但由于杠杆率水平整体较高，ROE 仍然高于国内券商，如高盛 2022 年 ROE 为 9.92%（2021 年 21.02%），摩根士丹利为 10.73%（2021 年 14.51%）。

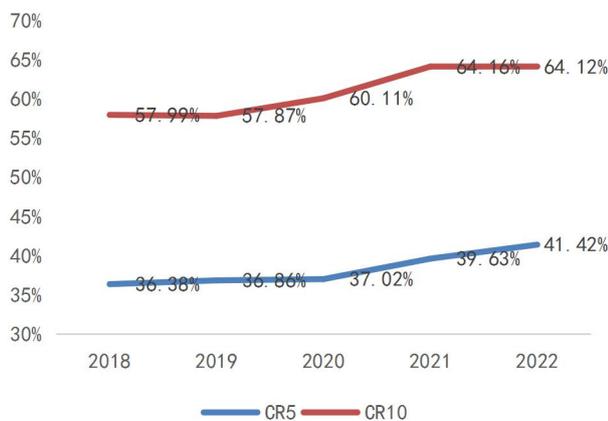
## 1.2.2 头部券商继续蚕食份额

**营业收入前五份额提升，前十基本稳定。**2022 年上市券商营业收入 CR5 与 CR10 进一步提升，分别为 49.07%、78.69%，较 2021 年提升 2.01pct 和 0.19pct。剔除其他业务收入后营业收入的 CR5 和 CR10 分别为

41.42%、64.12%，较上一年分别提升 1.79pct，下降 0.04pct。

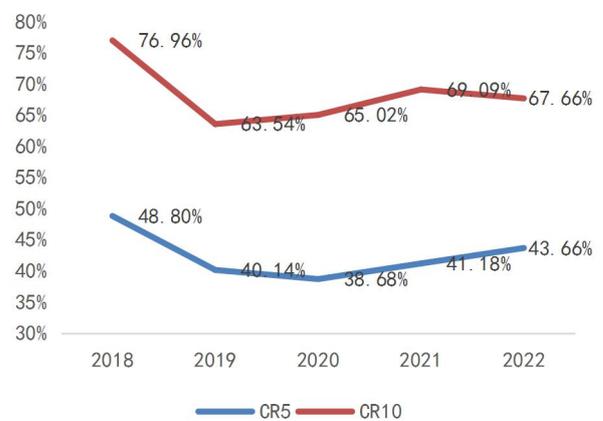
**利润份额集中在少数券商。**净利润的份额提升集中在头部少数券商，2022 年净利润 CR5 为 43.66%，同比提升 2.48pct，而 CR10 则下降 1.43pct 至 67.66%，前十位中仅有中信证券、国泰君安、华泰证券净利润份额提升，而中信证券净利润份额提升 3.02pct 达到 15.58%，国泰君安和华泰证券份额提升 0.16pct 和 0.87pct。中小券商采取差异化发展战略，有效应对净利润份额降低，部分券商实现份额提升，光大证券、方正证券、国元证券、浙商证券、华安证券净利润份额分别提升 0.41/0.57/0.22/0.05/0.08 个百分点，在弱市下保持较好韧性。

图 11：营业收入集中度（剔除其他营业收入）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：净利润集中度



数据来源：Wind，山西证券研究所

部分中小券商在细分业务领域表现优秀，国金证券把握注册制改革机遇，投行业务连续三年位居行业前十；东方证券、财通证券等积极适应主动管理趋势，服务不同投资者资产配置，资产管理业务净收入连续三年保持行业前十；长江证券、华创证券投资咨询业务表现突出，连续三年位居行业前十。

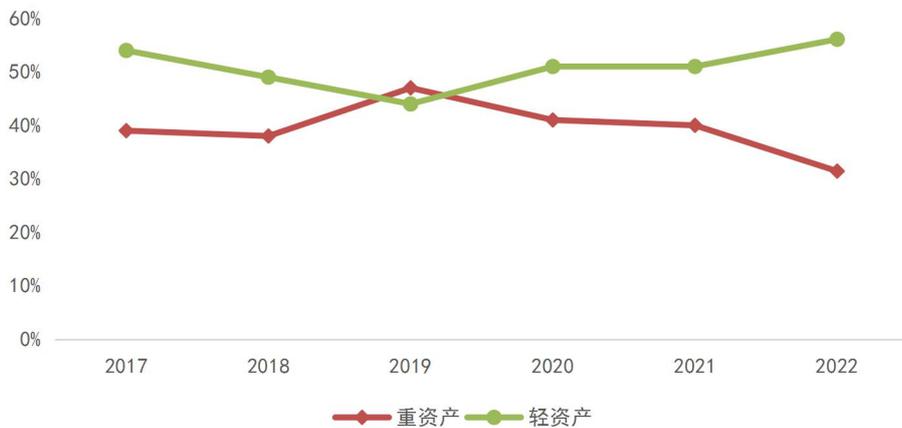
### 1.2.3 自营业务成胜负关键手

**收入结构继续向轻资产倾斜。**证券行业整体轻资产业务（经纪、投行、资管）占比合计 56%，较 2021 年提升 5 个百分点，重资产业务（投资、资本中介）占比合计 31%，较 2021 年下降 9 个百分点。轻资产业务占比连续 3 年提升。

经纪业务作为证券公司的传统基本盘业务，个体差异表现不明显，基本和行业下降幅度同频变化，虽然证券公司不断优化经纪业务收入结构，但手续费收入依然是经纪业务的重要构成，收入变化与二级市场成交相关性依然较大。2022 年两市日均成交额为 9251.81 亿元，较 2021 年下降-13%，上市券商经纪业务收入同比均有所下降，下降幅度多数与成交下降幅度相同，首创证券（-3%）、天风证券（-3%）、中信建投（-5%）

下降幅度较小。由于投行及资管业务的专业性要求较高，形成的业务壁垒较为稳固，业务收入表现出一定的分化。

图 13：行业收入结构变化



数据来源：Wind，山西证券研究所

**自营业务表现分化较大。**自营业务从下降 178%到增长 234%，不同证券公司由于资产配置方向和业务布局的不同表现出较大的差异，同时由于自营业务占比较大，自营业务的表现成为影响证券公司业务表现的重要因素。自营业务表现稳健的公司，整体业绩相对表现较好，如华林证券、方正证券、信达证券，自营业务同比增长 234%、52%和下降 8%，净利润分别下滑 4%，增长 18%和 5%，业绩表现优于行业整体。而海通证券、中泰证券、东兴证券自营业务明显拖累业绩，自营业务下滑 110%/112%/178%，净利润下滑 49%/82%/69%。

**经纪业务为一大贡献。**从上市券商的收入结构（剔除其他业务收入）来看，投资业务收入大幅下滑，占比下降 12.21 个百分点至 19.62%，经纪业务成为第一大贡献。经纪业务、投行业务、资管业务、利息净收入分别占比 28.69%、14.69%、11.71%和 14.61%，占比提升 2.09pct、2.73pct、2.09pct 和 3.05pct。

表 1：上市券商 2022 年营收结构及增速（单位：亿元）

收入构成	2022		2021		同比变动	占比变动
	收入	占比	收入	占比		
投资业务收入	777.77	19.62%	1669.11	31.83%	-53.40%	-12.21%
经纪业务收入	1137.79	28.69%	1395.03	26.60%	-18.44%	2.09%
投行业务收入	582.45	14.69%	626.92	11.96%	-7.09%	2.73%
资管业务收入	464.20	11.71%	504.62	9.62%	-8.01%	2.09%
利息净收入	579.40	14.61%	606.07	11.56%	-4.40%	3.05%
轻资产业务收入	2184.44	55.09%	2526.57	48.18%	-13.54%	6.91%
重资产业务收入	1357.17	34.23%	2275.18	43.39%	-40.35%	-9.16%

数据来源：Wind，山西证券研究所

从上市券商的主要业绩驱动来看，**经纪业务仍为主要收入贡献**，有 27 家上市券商经纪业务收入占比最高，另外有 12 家经纪业务为第二大收入贡献。其次投资业务为主要贡献的上市券商有 5 家，为第二大贡献的有 11 家。资管及投行业务占比相对较小，**部分券商在资管及投行业务上取得一定差异化优势**，国金证券各类业务中投行业务贡献最高，达到 29.69%，其次中信建投、东兴证券、中金公司等投行业务占比也相对较高；首创证券、第一创业、广发证券、财通证券以资管业务为主要收入来源，其次东方证券、天风证券资管业务占比也较高。东兴证券、国元证券、南京证券利息净收入为主要贡献，兴业证券及信达证券其他业务收入占比较高，主要为基金业务。

表 2：上市券商主要业务驱动对比

	证券简称	经纪	投行	资管	利息	投资	其他
经纪业务为主要驱动（经纪业务占比降序）	天风证券	60.18%	53.13%	58.92%	-74.30%	9.34%	-7.27%
	长江证券	52.43%	13.95%	3.74%	38.53%	-14.95%	6.30%
	华西证券	52.15%	6.50%	5.05%	36.20%	-2.21%	2.30%
	中泰证券	49.07%	13.57%	7.37%	28.44%	-4.68%	6.23%
	方正证券	47.22%	6.99%	3.08%	23.18%	14.56%	4.97%
	西南证券	40.42%	10.82%	1.43%	21.44%	2.95%	22.94%
	华林证券	38.50%	12.22%	2.81%	28.78%	13.93%	3.76%
	财达证券	38.29%	20.16%	3.37%	11.60%	23.58%	3.00%
	国信证券	37.19%	13.17%	2.33%	13.27%	27.69%	6.36%
	红塔证券	37.03%	14.86%	8.15%	15.70%	12.09%	12.16%
	浙商证券	36.31%	15.14%	8.45%	15.21%	13.31%	11.58%
	长城证券	36.28%	19.72%	3.70%	10.94%	-4.08%	33.44%
	招商证券	36.09%	7.80%	4.64%	7.51%	28.65%	15.31%
	华安证券	36.02%	5.56%	16.99%	15.89%	21.80%	3.74%
	中原证券	35.22%	14.92%	2.61%	7.33%	29.97%	9.94%
	申万宏源	35.09%	12.66%	8.43%	0.62%	34.22%	8.97%
	中国银河	34.50%	3.70%	2.39%	27.98%	30.30%	1.13%
	东北证券	34.02%	5.25%	10.54%	8.02%	10.87%	31.31%
	东吴证券	33.59%	20.77%	3.70%	22.32%	11.79%	7.83%
	光大证券	33.25%	12.93%	15.19%	21.09%	11.06%	6.48%
	太平洋	33.01%	9.88%	12.57%	20.38%	26.84%	-2.68%
	中银证券	31.94%	3.82%	25.19%	27.40%	7.45%	4.19%
	国海证券	31.40%	7.30%	6.97%	17.10%	7.35%	29.90%
	中信建投	28.30%	28.28%	4.69%	11.41%	21.63%	5.71%
	国泰君安	27.59%	15.56%	5.95%	17.20%	25.37%	8.32%
	东方证券	25.34%	14.24%	21.73%	13.48%	15.61%	9.60%
	华泰证券	24.65%	14.02%	13.13%	9.17%	21.00%	18.02%

投行业务为主要驱动	国金证券	28.74%	29.69%	2.42%	24.44%	3.84%	10.88%
资管业务为主要驱动	首创证券	14.00%	7.34%	41.58%	0.62%	28.19%	8.28%
	第一创业	14.80%	10.72%	39.60%	8.03%	7.18%	19.66%
	广发证券	26.53%	2.54%	37.13%	17.04%	5.25%	11.51%
利息净收入为主要驱动	财通证券	24.53%	9.36%	30.25%	15.48%	3.15%	17.23%
	东兴证券	25.96%	39.14%	6.97%	51.23%	-23.88%	0.58%
	国元证券	23.54%	18.17%	2.20%	47.75%	-2.19%	10.53%
	南京证券	24.25%	10.06%	1.46%	47.40%	13.79%	3.04%
投资业务为主要驱动	海通证券	23.57%	21.08%	11.36%	31.32%	-5.22%	17.89%
	山西证券	17.57%	15.52%	7.59%	2.31%	52.75%	4.25%
	国联证券	20.95%	18.18%	7.39%	4.60%	44.18%	4.70%
	中金公司	20.06%	26.86%	5.23%	-3.92%	40.66%	11.11%
	西部证券	35.77%	12.90%	2.72%	-7.20%	37.09%	18.73%
其他业务为主要驱动	中信证券	19.37%	15.01%	18.97%	10.07%	30.59%	5.99%
	兴业证券	27.94%	9.68%	1.63%	19.49%	3.87%	37.40%
	信达证券	26.85%	5.41%	7.56%	8.30%	17.03%	34.84%

数据来源：Wind，山西证券研究所

## 1.2.4 资产负债管理重要性提升

**负债端：股权融资规模高位。**2022年末上市券商平均杠杆倍数为3.67倍，较2021年的3.75倍有小幅下降，2022年上市券商通过股权市场融资863.59亿元，规模同比增长27.96%，其中首发募资资金19.32亿元，增发、配股分别募集资金164.60亿元和523.67亿元，配股规模大幅增长161.75%；可交换债、可转债分别募集资金8亿元和148亿元，股权融资规模处于历史高位。**债券融资成本下降。**证券公司积极通过债券市场融资，发行公司债、短融合计1.05万亿，其中，证券公司债6743.24亿元，短期融资券3749.30亿元。同时通过同业拆借、银行间市场等方式进行短期资金融通。从融资成本看，公开市场利率下降，债券发行利率加权平均值2.76%，较2021年下降0.35个百分点。

**资产端：股债配置分化，头部券商相对表现较优。**从资产配置方向来看，上市券商资产配置方向表现出差异化，截止2022年末，相较年初，22家上市券商权益类配置规模增长，21家下降；33家债券类配置规模增长，同时30家衍生金融资产规模增长。

表3：上市券商资产配置变化情况（单位：亿元，自营业务收入增速降序）

简称	权益规模变化	固收规模变化	衍生品规模变化	2021年 自营业务收入	2022年 自营业务收入	同比
华林证券	2.40	1.73	0.14	0.58	1.95	234%
中银证券	-1.73	-31.73	0.00	1.05	2.20	110%

方正证券	13.79	48.25	1.47	7.30	11.10	52%
信达证券	-1.24	53.97	-0.23	6.39	5.86	-8%
国联证券	5.57	41.99	4.95	13.94	11.59	-17%
山西证券	-5.56	4.07	0.97	17.69	14.21	-20%
华安证券	3.58	17.95	0.14	7.88	6.21	-21%
中国银河	-14.12	525.36	6.85	71.31	55.90	-22%
中信证券	107.38	-270.40	53.88	226.83	176.36	-22%
光大证券	201.77	152.57	5.60	14.38	10.97	-24%
中金公司	-25.99	231.09	32.27	147.03	106.08	-28%
国泰君安	160.42	143.11	40.75	114.39	70.26	-39%
东方证券	-29.82	104.31	7.37	33.01	19.00	-42%
中信建投	51.46	282.12	3.45	80.24	45.32	-44%
招商证券	45.20	131.10	4.60	94.55	51.15	-46%
华泰证券	-134.55	309.29	5.40	112.71	60.27	-47%
中原证券	-1.28	-17.37	0.00	10.25	5.38	-48%
申万宏源	81.59	134.08	53.97	103.55	50.82	-51%
西部证券	-14.76	48.45	0.41	20.63	10.02	-51%
南京证券	0.45	5.72	0.18	5.74	2.75	-52%
国信证券	27.16	343.84	1.06	82.97	38.19	-54%
太平洋	-3.58	-17.01	0.00	6.85	3.14	-54%
财达证券	0.64	-0.25	0.01	9.33	3.68	-61%
首创证券	8.60	144.97	0.01	11.72	4.47	-62%
浙商证券	-13.95	-12.86	3.87	18.41	6.85	-63%
东吴证券	2.77	227.96	0.10	25.81	6.39	-75%
广发证券	39.15	429.68	20.78	57.60	12.65	-78%
第一创业	1.75	42.14	0.05	9.27	1.87	-80%
东北证券	8.17	29.19	-0.07	21.43	3.51	-84%
国金证券	-1.25	100.35	1.35	18.09	2.20	-88%
财通证券	1.25	128.81	-1.21	12.80	1.52	-88%
国海证券	-11.78	-33.99	-0.14	16.84	1.99	-88%
兴业证券	-38.01	80.73	12.59	37.28	3.82	-90%
天风证券	-44.00	-6.62	0.53	21.48	1.58	-93%
西南证券	-17.32	19.41	-0.19	11.25	0.49	-96%
红塔证券	-34.64	61.68	-0.01	22.75	0.67	-97%
长城证券	7.51	61.61	0.96	14.82	-1.03	-107%
华西证券	5.51	57.07	-0.82	10.52	-0.74	-107%
国元证券	-17.71	117.72	-0.07	10.88	-0.94	-109%
海通证券	-87.61	14.29	3.92	106.79	-10.34	-110%
中泰证券	-12.37	-89.64	-0.76	30.18	-3.51	-112%
长江证券	13.04	-6.92	1.42	13.57	-9.05	-167%
东兴证券	-13.57	126.78	-4.92	9.01	-7.03	-178%

数据来源：Wind，上市券商年报，山西证券研究所，注：权益类=交易性金融资产股票+其他权益投资；衍生类=衍生金融资产；固收类=交易性金融资产债券+债券投资+其他债权投资

对固定收益类资产基本表现为增配，而对权益类资产在上半年及下半年的配置节奏上表现出较大的不同，上半年减仓的基础上，下半年普遍对权益类资产进行增配。衍生金融资产相对规模较小，仅中信债券、申万宏源、国泰君安、中金公司规模在 30 亿以上，同时多数为增配。对不同类资产的配置取向及配置节奏带来自营业务的表现差异，2022 年自营业务表现出较大的分化，依托于庞大的客户基础带来的敏锐市场反馈，头部券商整体表现较好。

**资产负债利差缩小。**从整体资产配置的角度来粗略衡量资产负债的利差，资产收益率=（利息收入+投资业务收入）/（投资类资产规模，包括所有收取利息或者属于金融投资类的资产），负债成本率=利息支出/金融类负债（包括长短期借款、拆入资金、应付债券等）。2022 年上市券商合计利息收入规模为 2139.84 亿元，基本与 2021 年持平，利差缩小主要为投资业务收入下滑导致整体资产收益率下滑，同时 2022 年利息支出合计为 1560.30 亿元，小幅增长。2022 年利差相较 2021 年均不同程度下降，中信证券、中国银河表现相对较好，利差保持在 2%以上。

**部分公司子公司贡献提升。**从证券公司长期股权投资获得的子公司贡献来看，一方面是联营合营企业的投资收益，另一方面是合并报表的子公司的业绩贡献。中信证券、国泰君安、中国银河的期货子公司 2022 年实现净利润 9.70 亿元、8.66 亿元和 7.36 亿元，贡献净利润的 5%、8%和 9%；中金公司、华泰证券和中信证券的国际子公司实现净利润 45.59 亿元、17.42 亿元和 8.72 亿元，净利润贡献 60%、16%和 4%；中金公司、中信证券和海通证券的私募子实现净利润 8.02 亿元、6.14 亿元和 5.28 亿元，贡献净利润 11%、3%和 8%；科创板跟投子公司创新投资净利润均有所下滑，海通证券、中信证券、中金公司跟投子公司净利润相对较高，分别实现 16.60 亿元、11.83 亿元和 7.22 亿元，占比 25%、6%和 10%。

表 4：部分券商子公司贡献对比（单位：亿元）

上市券商	净利润	子公司贡献		期货子	国际子	股权投资	创新投资	资管子	基金子
		2022 年	2021 年						
东方证券	30.11	112%	108%	6.18	-8.46	0.68	5.97	8.28	20.94
中泰证券	5.90	91%	20%	1.66	-5.84	-0.08	5.12	1.20	3.29
中金公司	75.98	81%	35%	0.55	45.59	8.02	7.22	-	0.15
东北证券	2.31	44%	32%	0.10	-	-0.56	-0.27	0.96	0.77
国元证券	17.33	31%	26%	1.02	0.18	0.44	3.00	-	0.71
华林证券	4.65	27%	25%	-	-	0.01	1.26	-	-
中信证券	213.17	27%	31%	9.70	8.72	6.14	11.83	-	21.63
华安证券	11.81	26%	20%	1.15	-0.33	0.91	0.02	-	1.30
方正证券	21.48	25%	19%	2.50	-0.22	2.09	0.73	-	0.27

国泰君安	115.07	25%	27%	8.66	2.18	2.77	2.04	2.33	10.31
信达证券	12.27	23%	0%	0.75	-0.19	0.15	0.02	-	2.13
华泰证券	110.53	22%	26%	3.12	17.42	-6.86	-0.41	10.69	-
招商证券	80.72	15%	25%	3.61	-	-0.05	4.50	4.04	-
中国银河	77.61	14%	12%	7.36	0.18	2.61	0.40	0.13	-
中信建投	75.07	13%	17%	5.83	-1.01	1.61	3.04	-	0.23
长城证券	8.99	8%	11%	0.65	-	0.02	0.05	-	-
广发证券	79.29	5%	14%	2.45	-1.37	1.24	-	1.33	-

数据来源：Wind，上市券商年报，山西证券研究所

### 1.2.5 成本压降，更加注重管理效率

2022 年上市券商通过对组织架构进行扁平化管理，如不设区域中心，不设管理分公司，营业部不设部门，对管理成本进行精简，精简流程和中后台，同时通过集中化的运营，实现运营、IT、财务的集中管理，降低管理成本，降本增效。

**减值损失及员工成本降低推动支出减少。**上市券商 2022 年营业支出（由于其他业务成本与仓单业务规模相关性较大，不具备比较意义，以下讨论均剔除其他业务成本）整体下降，合计营业支出 2442.16 亿元，规模下降 11.23%，其中管理费用为最主要的成本，占营业支出的 96.34%，管理费用 2022 年同比下降 8.59%。而员工费用又是管理费用中占比最大的，管理费用的下降与 2022 年业绩表现下滑，证券公司员工费用下滑有很大关系，2022 年上市券商员工费用合计 1582.93 亿元，同比下降 11.19%。从个体表现差异来看仅有 7 家员工费用呈现增长，其余 36 家上市券商员工费用均有压降。同时减值损失也大幅下滑，2022 年合计信用减值损失 58.47 亿元，同比下滑 19.82%。

图 14：上市券商营业支出对比（单位：亿元）



数据来源：Wind，上市券商年报，山西证券研究所

表 5：上市券商营业支出变化（单位：亿元，员工费用同比降序）

券商	营业支出 2022	营业支 出同比	税金	税金同 比	减值	减值变化	员工费用	员工费用同比
第一创业	21.27	-6%	0.19	-24%	0.22	-0.56	20.75	52%
红塔证券	7.79	-10%	0.11	-61%	-0.82	-0.43	5.82	5%
中信证券	288.47	-10%	3.75	-11%	-1.84	-36.88	211.74	2%
中国银河	105.04	5%	1.40	-13%	1.41	1.84	71.30	1%
财达证券	12.10	0%	0.19	-8%	0.76	-0.18	8.13	1%
中信建投	114.57	11%	1.56	-7%	3.11	5.77	78.92	1%
国信证券	76.96	-18%	1.26	-12%	2.53	7.74	60.33	0%
中银证券	20.51	-5%	0.16	-17%	-0.08	-0.04	11.04	-1%
华林证券	9.19	4%	0.04	-45%	0.03	0.04	4.26	-1%
山西证券	20.25	-5%	0.16	-30%	0.96	-1.00	12.24	-2%
东兴证券	23.93	8%	0.32	4%	-0.30	1.94	15.32	-2%
光大证券	60.59	-10%	0.65	-33%	-0.36	-4.31	40.34	-2%
财通证券	32.19	-4%	0.37	-8%	0.17	0.48	19.83	-4%
方正证券	53.71	-9%	0.61	5%	1.70	-3.05	36.86	-5%
国金证券	43.53	4%	0.38	-6%	0.33	0.83	32.33	-5%
华安证券	14.71	-7%	0.29	-19%	-0.91	-0.86	9.86	-5%
东吴证券	32.16	-15%	0.51	29%	-2.96	-3.58	22.97	-6%
申万宏源	117.23	1%	1.45	-21%	14.38	7.99	77.21	-6%
东方证券	89.93	-8%	0.81	-19%	10.52	-2.62	46.38	-7%
国泰君安	134.14	-10%	2.15	13%	-4.40	-7.82	95.37	-7%
中泰证券	67.02	-9%	0.80	1%	5.29	-2.34	41.66	-8%
华西证券	29.15	-1%	0.34	-21%	3.35	1.25	18.95	-9%
南京证券	11.94	-19%	0.23	-16%	-0.09	-0.63	8.22	-9%
国元证券	22.23	-25%	0.43	-12%	-0.72	-5.59	16.38	-10%
中金公司	169.59	-1%	1.23	-8%	-0.21	3.87	119.27	-11%
长江证券	44.27	-14%	0.54	-14%	-0.80	-1.92	31.38	-11%
华泰证券	165.54	-8%	1.90	-21%	-4.85	-10.34	100.42	-12%
国联证券	16.60	-7%	0.17	-16%	0.03	-0.27	11.05	-12%
首创证券	9.12	-11%	0.12	-9%	0.03	-0.06	6.12	-14%
太平洋	16.68	16%	0.09	-25%	6.47	3.73	5.41	-16%
东北证券	29.98	-7%	0.26	-27%	0.41	0.08	14.59	-18%
广发证券	136.25	-21%	1.75	-21%	-3.60	-13.44	88.80	-19%
浙商证券	30.41	-20%	0.49	-6%	0.10	0.69	21.99	-20%
中原证券	16.78	-24%	0.14	-38%	1.57	-2.20	10.62	-21%
国海证券	22.01	-27%	0.23	-22%	0.00	-4.22	12.72	-22%
西部证券	21.12	-16%	0.30	-13%	0.14	0.46	14.14	-24%
天风证券	36.06	-4%	0.44	32%	6.06	4.69	17.97	-25%
西南证券	15.54	-22%	0.29	9%	0.21	-1.21	10.24	-26%

信达证券	19.09	-19%	0.23	-2%	-0.64	-0.71	10.52	-29%
海通证券	119.17	-35%	2.41	-15%	17.31	-21.20	57.85	-36%
招商证券	90.82	-22%	1.26	-26%	3.07	-0.69	45.24	-37%
长城证券	17.03	-33%	0.29	-27%	0.24	0.27	10.38	-43%
兴业证券	57.48	-30%	0.71	-34%	0.68	1.32	27.99	-47%

数据来源：Wind，上市公司定期报告，山西证券研究所

## 2. 上市券商细分业务

### 2.1 财富管理向“买方投顾”艰难转型

**财富管理从以规模驱动的产品时代向以服务驱动的机构化、配置化新时代转变。**2018年资管新规颁布以来，非标产品发行及存续受到限制，面对居民财富的不断扩大，为承接居民财富配置需求，净值化产品呈现野蛮扩张现象，但后疫情时代，居民风险偏好显著降低，资金从投资端向储蓄端回流，公募基金市场规模扩张速度显著放缓，以销售产品为替代的财富管理转型遇到瓶颈。

财富管理的关键在于持续的牛市带来的财富扩张，券商积极思考财富管理转型新路径，中信、中金、海通等大型券商利用自身PB、托管、结算、ETF及场外衍生品做市等业务优势拓展机构客户、产业客户，提供B端产品代销服务。由于B端客户相对较长的决策周期，交易频次远低于C端客户，更侧重于资产配置，追求收益风险平衡，券商策略相应从挑选产品扩大规模转型到提供咨询，优化服务的全周期陪伴式财富管理。根据协会数据，2022年证券行业代理机构客户证券交易额占比为31.81%，近年来持续增加。目前获得基金投顾的券商则通过自建投顾体系，引入外部大V等方式进行财富管理转型，以全天候陪伴带领客户穿越周期。AIGC、金融科技的发展赋予财富管理发展外生动力，多家券商打造外部引流、内部服务双平台一体化运营，以科技赋能财富。

表 6：部分证券公司财富板块定位及发展纲领

证券公司	财富板块定位/纲领
招商证券	科技赋能、专业配置、 <b>全程陪伴</b>
国泰君安	<b>投顾驱动</b> 、科技赋能的财富管理 2.0
华林证券	财富管理从传统营销模式向 <b>数字化营销模式</b> 转变
华安证券	面向 <b>大众理财</b> 的专业财富管理机构
海通证券	交易服务、投资顾问及基于 <b>资产配置</b> 的产品销售
中泰证券	交易服务、产品服务、综合金融服务体系以及金融科技平台“三体系一平台”建设
红塔证券	财富管理板块属于 <b>长周期业务</b> ，做大客户 AUM 为长期目标，以 <b>投顾、投教</b> 为牵引， <b>陪伴</b> 客户成长，持续推进关键资质获取，推动服务手段多元化发展
浙商证券	财富管理正式从 2.0 产品为中心的时代稳步向以客户需求为中心、注重产品组合配置的 3.0 时代迈进
光大证券	“存量资产效率提升、机构经纪业务提速、资产配置增强”三大任务

资料来源：上市公司年报，山西证券研究所

**受二级市场宽幅震荡影响，2022年财富管理业务收入表现不佳。**2022年二级市场日均成交额为0.78万亿，同比下降30.00%，新增投资者1472.76万户，同比降低24.99%。从经纪业务整体来看，2022年在居民风险偏好降低，家庭主动去杠杆及两市成交额和投资者数量均大幅下降的情况下，证券行业财富管理收入表现较差，上市券商合计实现经纪业务收入1139.28亿元，同比下降18.42%，43家上市券商2022年经纪业务均同比滑落，仅有14家券商降速在15%以下。**(1) 中信证券规模最高：**经纪业务净收入同比降低20%，但依然以111.69亿元居首位，收入规模高于国泰君安46.13%，龙头优势显著，国泰君安、华泰证券、招商证券、广发证券经纪业务净收入居于第2位-第5位，分别为76.43亿元、70.73亿元、64.43亿元、63.87亿元。**(2) 首创证券、天风证券受市场影响最小：**分别同比减少2.6%和3.1%，实现经纪业务收入2.28亿元和10.17亿元。

从经纪业务收入结构来看，期货经纪业务净收入下降幅度相对较小，2022年上市券商合计实现期货经纪业务净收入114.31亿元，同比下滑11.33%，代理买卖证券业务净收入、交易单元席位租赁、代销金融产品分别实现收入721.58亿元、183.91亿元和119.49亿元，同比分别下滑19.00%、15.56%和17.14%。**东方证券依赖度最低：**东方证券的经纪业务对代买卖证券和席位租赁依赖度最低，收入比重仅为58.39%（去年同期为58.60%）；东方证券代买卖证券（含席位租赁）、代销金融产品、期货经纪收入比重分别为58.39%、8.32%、33.29%。

图 15：2022 日均成交金额 0.78 万亿元，-30.00%

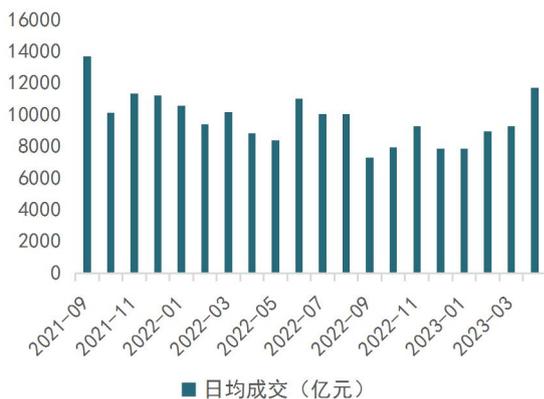
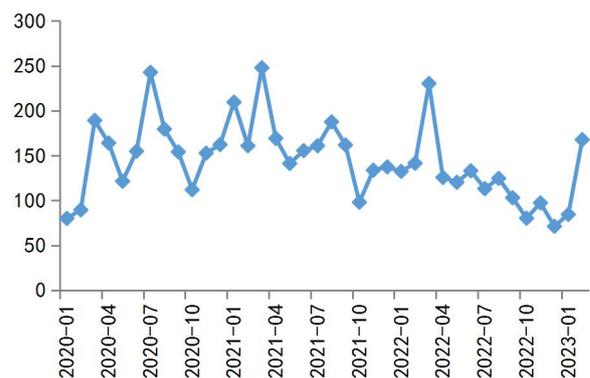


图 16：2022 年新增投资者 1472.76 万户，-24.99%



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

**代销业务向 C 端深化，B 端拓展。**从年报数据来看，证券代理买卖、代销金融产品业务是经纪业务下滑的主要因素，已披露年报上市公司代理买卖证券、代销金融产品、席位租赁及期货业务降速分别为-18.42%、-24.33%、-12.21%、-10.19%。期货经纪及席位租赁在一定程度上减缓了经纪业务的下滑。华泰证券、中金

公司、海通证券代销产品逆市增长。华泰证券及海通证券均在机构服务上有所突破，华泰证券开发行知鉴道机构理财板块、利用主经纪商优势向机构客户提供金融产品销售，2022 年代销业务收入达 9.69 亿元，同比增加 24%。海通证券旗下“e 海通财”和“e 海方舟”分别面向财富和机构，机构客户主要为以券结模式公募及头部量化私募，2022 年代销业务收入达 3.47 亿元，同比增加 2%。中金公司在 C 端服务更加深化，设置投顾平台 E-SPACE，开发中国 50、微 50、公募 50 等优质产品池，加强粘性客户获取，2022 年代销业务收入达 12.12 亿元，同比增加 7%。

**金融科技助力客户投顾双端平台化、生态化。**随着金融科技发展，券商财富管理数字化、平台化、生态化已成为共识。在客户端，券商利用人工智能进行客户分级，构建客户画像，区分识别零售、高净值、机构客户的不同需求。在投顾及内控端，通过建立模型，对投顾队伍专业分工，加强研究，打造优质策略，形成一站式、一体化的投顾服务平台。利用科技力量形成服务生态，推动财富管理从产品推介型向咨询服务型深度转型。

**以深化买方投顾转型。**打造全方位投顾服务体系，通过引进大 V 或加强内部培养，打造投顾品牌，吸引客户，加强全生命周期的陪伴服务，满足普惠金融客户和高净值客户的不同需求。通过优化资产配置体系和产品体系，丰富基金投顾策略，证券公司保有规模份额提升，2022 年第四季度，公募基金销售保有规模前 100 名的基金销售机构中，证券行业占 53 家，“股票+混合”和“非货币”保有规模同比分别增长 33.84% 和 41.56%，达到 1.26 万亿元和 1.44 万亿元，占比 22.24%和 17.95%，提升 7.7 个百分点和 5.76 个百分点。同时加强团队建设，强化资产配置能力，积极构建满足客户多元化需求的投资顾问服务体系，全面提升投资顾问服务效能。

表 7：部分证券公司基金投顾规模

	月活（万户）		基金投顾签约客户（万户）		基金投顾签约规模（亿元）	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
中信证券			9.00	14.00	70.00	100.00
华泰证券	891.31	926.83	72.21	61.76	195.11	139.13
海通证券	575.00	530.00				
国泰君安	602.00	723.00	15.00		83.00	57.22
招商证券				4.02	24.00	96.52
中信建投			9.18	12.60		
中泰证券	464.10	461.66				
华安证券	44.93	51.38		2.00		
方正证券			72.90	90.70		
国联证券			15.03	24.03	102.63	68.80
华西证券						1.0

资料来源：上市公司年报，山西证券研究所

## 2.2 投资银行收入小幅下降

2022 年证券公司首发承销金额 5868.86 亿元，同比增长 8.15%；其中，受注册制影响，科创板、创业板、北交所募集资金规模均大幅上涨，2022 年科创板 IPO 规模 2520.44 亿元，同比+24.22%，募集资金份额 42.95%（2021 年 37.39%），创业板 IPO 规模 1796.36 亿元，同比+21.78%，募集资金份额 30.61%（2021 年 27.18%），北交所 IPO 规模 146.77 亿元，同比+119.78%，募集资金份额 2.81%（2021 年 1.38%）。2022 年二级市场宽幅震荡，企业再融资受阻，证券公司服务上市公司再融资金额 7844.50 亿元，同比减少 18.08%；证券公司承销债券 10.74 万亿元，同比降低 6.53%。

图 17：2022 年股权承销规模及家数

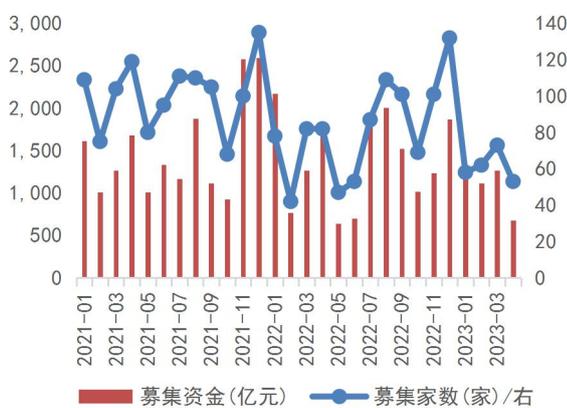
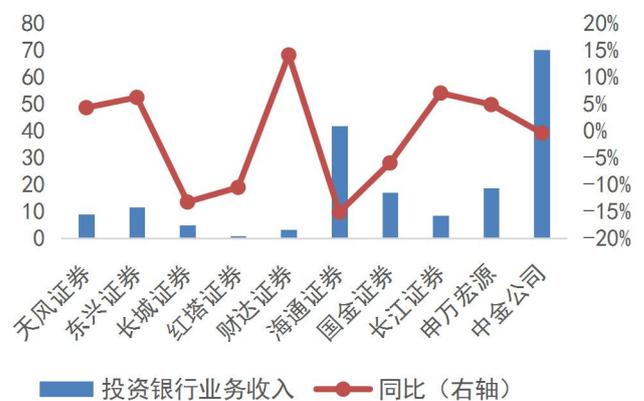


图 18：2022 年投行业务收入及增速（单位：亿元/%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

**头部券商优势显著。**43 家上市券商合计实现投行业务收入 582.45 亿元，同比下滑 7.09%，其中 14 家公司实现投行业务正增长，多为头部券商，中信证券、中金公司、中信建投、国泰君安、海通证券分别实现投行业务收入 86.56 亿元、70.06 亿元、59.27 亿元、43.11 亿元和 41.79 亿元，位居前五，同比分别增长 6.1%、降低 0.4%、增长 5.2%、增长 6.1%和增长 15.2%。而广发证券、方正证券、东吴证券、财达证券、中国银河投行业务收入增速较高，分别增长 41.1%、21.5%、16.7%、14.1%和 10.4%。**天风证券和东兴证券投行业务贡献较高**，2022 年投行业务占营业收入的比重分别为 52.2%和 33.6%，其次为国金证券和中金公司，占比分别为 29.7%和 26.9%。占比提升最多的是天风证券、东兴证券和长城证券，占比分别提升 32.63、13.42、8.54 个百分点到 52.2%、33.6%、和 15.9%。

**头部券商进一步完善综合服务能力，业务链条继续向海外延伸。**头部券商重点打造自身综合金融服务能力，贯彻落实国家级发展战略，发挥全业务链及境内外一体化平台优势，持续推进跨境业务及海外布局，紧抓中资美元债发行、境外机构流动性管理及融资需求等业务机遇。**部分券商深耕产业，聚焦区域，打造品牌。**注册制下，券商研究定价能力更加重要，专业化，产业化成为业务开展的必备条件，部分券商选择

在国家战略性区域内、自身优势产业上下游挖掘价值，整合资源。**加大本土赋能，服务省内企业。**区域型券商在本土企业服务、资本支持上具有金融支持实体的责任及获取项目、深度服务的优势。**紧抓国改机遇，加强交易撮合，拓展财务顾问。**2022年是国企改革三年方案的收官之年，中央及地方国资改革加速推进，券商紧抓国企并购重组、上市改制机遇，加强交易撮合，匹配优质客户，提供高质量财务顾问服务。2022年内一级市场发行节奏放缓，股权融资数量及金额均有所下滑，证券公司转变业务策略，推动债权融资创新业务，加大绿色、乡村振兴、基础设施 Reits 等领域服务。

## 2.3 资管业务表现出极高的头部效应

**主动管理增加，资管结构改善。**随着资管新规过渡期结束，券商积极推动资管业务转型，以主动管理为主的公募及集合计划产品资管规模占比提升，通道业务为主的单一资管计划规模及占比持续下降。截止2022年末，证券行业资管业务规模为9.76万亿元，同比减少10.29%，其中，主动管理集合资管（含公募基金）规模为3.98万亿元，占比40.80%，首次超过单一资管计划（AUM3.87万亿元，占比39.62），同比增长21.34%，增速略有放缓。

**公募牌照放宽，券商资管子公司扩容。**2022年中国证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及配套规则，公募牌照管理制度由“一参一控”放宽至“一参一控+多牌”。新办法为多家券商资管公募化转型扫清政策障碍。中信证券、万联证券、申万宏源、国金证券年内核准获批成立资管子公司，中信建投、中金公司收到证监会反馈意见，长城证券、国联证券提出申请。截至2022年末，行业内共有资管子公司20家，12家证券公司或资管子公司持有公募基金牌照。

图 19：券商大资管业务收入（单位：亿元）



图 20：证券行业资产管理业务规模及结构



资料来源：Wind，山西证券研究所，资产管理  
净收入降序排列

资料来源：证券业协会，山西证券研究所

图 21：2022 年券商资管业务（单位：亿元）

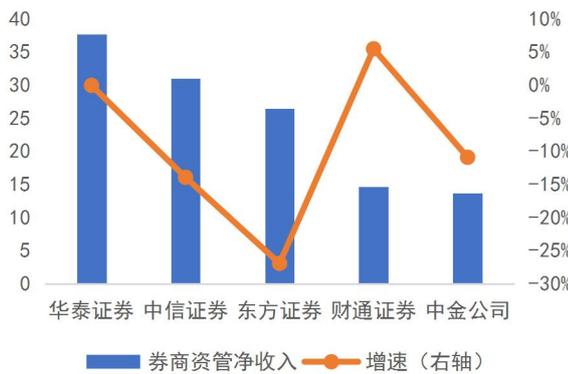
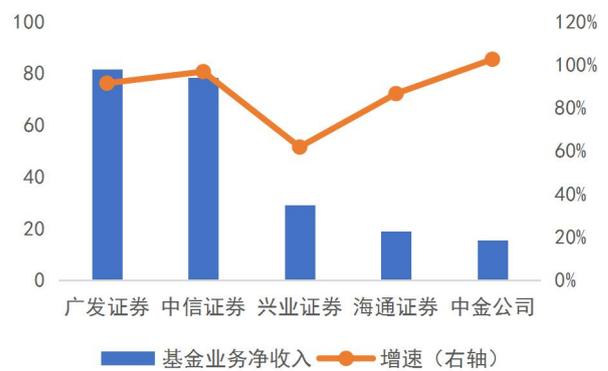


图 22：2022 年券商基金管理业务（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所，资管净收入降序排列

资料来源：Wind，山西证券研究所，基金管理净收入降序排列

**打造多层次全覆盖产品线，编织线上线下并重销售网络。**证券公司紧抓居民财富管理需求，挖掘银行理财发展机遇，加强与银行私行、银行理财子、保险资管、第三方代销机构合作，积极布局互联网销售渠道，持续完善公司资管产品及销售体系，打造多层次立体化销售网络。资产管理业务是财富管理的供给方，证券公司其他业务部门往往直面客户，能够深度挖掘到居民、机构的财富管理需求，资管部门提供丰富的产品及集团内部有效通畅的协同有利于业务部门为客户提供合理配置资产，提供综合式、一站式的金融服务。同时，2022 年国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，推动个人养老金入市，该项资金其具备期限长、账户多、总额大的特点，有利于公募市场提质扩容。**招商证券、中信证券、海通证券、中泰证券、东方证券、兴业证券**响应国家战略，加速养老年金拓展，完善社保产品布局，满足个性化养老投资需求。

43 家上市券商合计实现资管业务（含基金）收入 553.79 亿元，同比降低 8.3%，收入占比 11.29%。资管业务净收入同比下降 13.5%至 251.32 亿元，基金业务收入下降 3.5%至 302.47 亿元。2022 年大资管业务整体 Top2 为中信证券、广发证券，收入规模达到 109.40 亿元、89.39 亿元，远高于其他券商资管收入，是第三名华泰证券的两倍左右，基金业务在整体资管业务的贡献率分别 71.66%、91.20%，贡献率同比增长分别为 2.46、1.55pct。券商资管业务表现分化。43 家上市券商大资管业务收入 19 家下滑，24 家增长，红塔证券、海通证券、兴业证券同比下滑 52.5%、38.5%和 38.0%，国金证券、首创证券、华西证券、东兴证券、国联证券增速居前。

## 2.4 自营投资全面承压

**收入整体下跌，个别券商实现业绩增长。**受二级市场震荡、科创板跟投、投资策略选择等因素影响，

证券公司自营投资业绩收入下滑。2022 年上市券商自营投资类业务收入，有 3 家上涨，同时有 40 家同比下跌。

**中信证券收入规模位居首位。**投资业务收入达 176.36 亿元，是唯一一家投资业务收入达到 150 亿元以上的上市券商。其次为中金公司达到 100 亿元以上，国泰君安、华泰证券、中国银河、招商证券、申万宏源均在 50 亿元以上，头部券商业绩均同比下滑，海通证券下降幅度最大，同比下降 110%。

**华林证券、中银证券、方正证券投资业务增速领先。**分别增长 234%、110%和 52%达到 1.95 亿元、2.20 和 11.10 亿元，为仅有的三家达到正增长的券商。下降最多的为东兴证券，投资业务收入下降 178%，由 2021 年的 9.01 亿元下降至 2022 年亏损 7.03 亿元。长江证券（-167%）、中泰证券（-112%）、海通证券（-110%）、国元证券（-109%）等自营业务均出现大幅亏损。

**红塔证券、山西证券自营业务收入占比领先行业。**2022 年中红塔证券、山西证券投资业务占营业收入的比重分别为 80%、56%，其次为首创证券，占比超过 50%，为营业收入的主要贡献。投资业务为正且占比较小的是中银证券、华林证券、方正证券，营业收入占比分别为 3%、4%和 8%。

**控制权益类资产规模，加大非方向探索。**通过调整持仓结构和权益类业务持仓规模，抵御市场风险，同时，加大非方向转型，拓展创新业务，通过大力发展场内衍生品做市、基金做市、科创板股票做市、场外衍生品等资本中介型交易业务和量化策略等中性投资业务，满足投资者的风险对冲及资产配置需求。头部券商客需推动下，自营业务资产规模增长，2022 年末合计规模达到 7.12 万亿元，同比增长 3.91%，有 27 家规模增长。业务创新深化，充分发挥客户资源优势，提升产品设计及服务客户的综合能力，不断丰富盈利模式。

图 23：自营业务收入前十（单位：亿元）



图 24：上市券商自营业务资产规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.5 信用减值损失同比下降

**信用成本下降成为券商净利润增长重要驱动。**上市券商合计计提信用减值损失 46.91 亿元，规模同比下降了 58.53 亿，信用成本的下降成为证券公司利润增长的重要补充，2022 年较 2021 年绝对值收缩的规模占当年净利润合计的 4.53%。仅有 17 家计提规模增长，其余规模均有不同程度收缩，同时 15 家 2022 年计提信用减值规模为负值。

**海通证券和申万宏源两家规模在 10 亿元以上**，2022 年分别计提信用减值损失 16.66 亿元和 14.24 亿元，海通证券减值规模下降 50.30%，申万宏源则略大幅提升，增长 172.84%。2021 年规模在 10 亿元以上的东方证券也大幅减少计提规模，2022 年计提信用减值损失 8.33 亿元，规模同比收缩 4.81 亿，占公司净利润的 15.97%。另外中原证券、红塔证券等券商也受益于减值损失的减少，2022 年减值损失同比收缩的规模占当年净利润的比重分别达到 211.87%和 207.73%。**但仍有部分券商受减值损失影响较大**，如申万宏源及中信建投分别计提 14.24 亿元和 2.85 亿元，对净利润的侵蚀比例达到 28.74%和 7.75%。

## 2.6 机构业务布局成效初显

**机构领先券商业绩逆周期调节能力更强。**作为专业的投资者，机构客户的需求更加全面和专业化，具体可以分为以下三大类，一是托管交易结算类的基础需求，二是研究咨询、产品代销的需求，三是融资融券、风险对冲等需求。为了更好的服务机构投资者，针对机构投资者开展了托管外包、研究、代销、券结、做市、衍生品、信用业务等机构业务服务。通过开展多品类、跨部门的机构业务协同，打造全产业综合金融服务链条，机构客户占比逐年提升，根据证券业协会数据统计，2022 年证券公司代理客户证券交易额 733.25 万亿元，其中机构客户占比达 32%。

**头部券商粘性更高。**资本金充足、资金效率高、机构客户广阔的券商胜率更高，2021 年各机构业务排名靠前的均为头部券商。以衍生品业务为例，场外期权一级交易商仅有 8 家，均为头部券商。**部分业务具备分化属性。**从研究业务来看，2022 年 Wind 统计交易席位佣金，中信证券以 13.53 亿元居首位，但长江证券、中泰证券等券商也进入前十。以研究业务作为发展机构业务的抓手，以研究能力带动其他机构业务发展。目前，虽然公募 REITs、债券、外汇、新三板等已引入做市制度，但与国外相比仍然存在一定的差距，同时科创板做市试点正式启动，多家券商申请做市商资格。从 ETF 做市业务来看，深市共有流动性服务商 21 家，中信证券共为深市 164 只基金提供流动性，排在行业首位。方正证券紧随其后，共服务 163 只产品排名第二。沪市方面，共有 17 家券商担任基金做市商，除了中信证券、国泰君安等头部券商外，东海证券、国盛证券、粤开证券等中小券商亦有布局。

### 3. 上市券商 2023 年一季度报分析

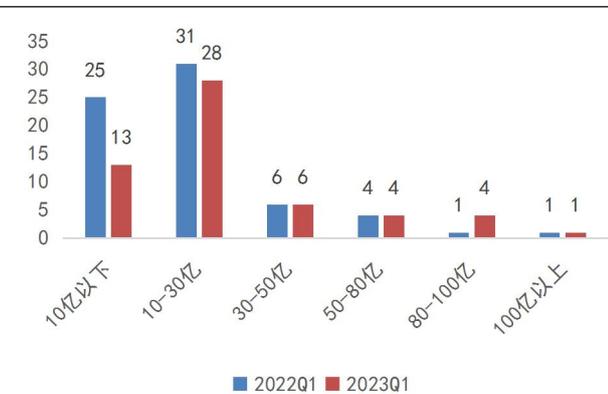
受益于二级市场主要是权益市场的大幅回暖，上市券商 2023 年一季度营业收入和净利润均大幅提升。

43 家上市券商合计实现营业收入 1348.92 亿元，同比增长 39%，实现归母净利润 429.70 亿元，同比增长 85%；2023 年一季度净利润在 20 亿元以上的家数提高到 10 家，较 2022 年一季度增加 7 家，亏损家数由 8 家变为 0 家；营业收入 80 亿元以上的有 5 家，较 2022 年同期增加 3 家，整体经营业绩改善。

中信证券以 153.48 亿元的营业收入居榜首，同比增长 0.87%；国泰君安、华泰证券紧跟其后，营业收入分别为 92.88 亿元和 89.93 亿元，增长 13.97%和 24.14%。西南证券、天风证券、财通证券、红塔证券、国元证券营业收入增速最高，分别实现营业收入 7.38 亿元、14.00 亿元、17.86 亿元、4.90 亿元和 15.50 亿元，增长 1795.85%、283.04%、174.23%、172.78%和 165.65%；有 12 家增速在 100%以上，21 家增速在 50%以上，仅 2 家净利润下滑。

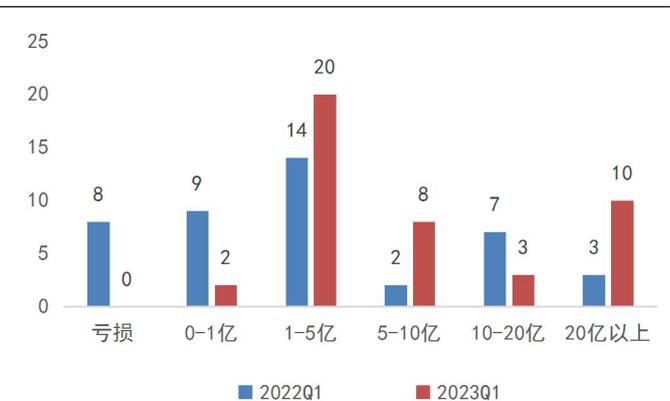
从净利润绝对值来看，同样是中信证券（54.17 亿元）、华泰证券（32.45 亿元）、国泰君安（30.41 亿元）居前三；从增速来看，西部证券（2,227.12%）、长江证券（1522.01%）、太平洋（1,503.35%）、天风证券（749.26%）、长城证券（675.92%）增速最高，有 24 家增速在 100%以上，32 家增速在 50%以上，仅 1 家净利润下滑。

图 25：上市券商 2023Q1 营业收入分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 26：上市券商 2023Q1 归母净利润分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

业绩回升的原因主要是由于投资业务业绩回升。

经纪业务合计实现收入 251.99 亿元，同比下滑 17%；由于 2023 年一季度日均成交量同比下滑，经纪业务手续费净收入均有不同程度下滑，仅有天风证券（14%）和首创证券（1%）增长。

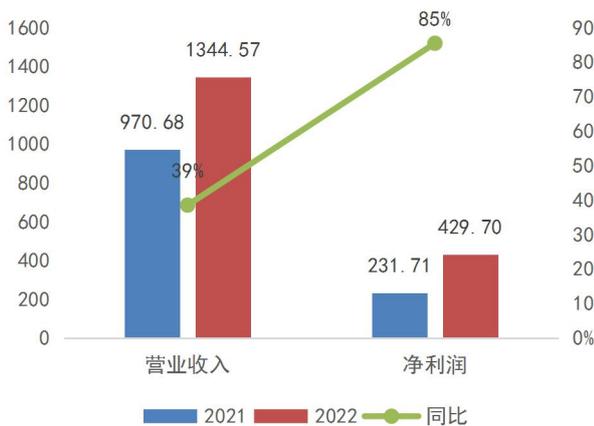
投行业务收入合计 105.20 亿元，下滑 25%；投行业务表现不一，分化较为明显，16 家上市券商一季度投行业务收入增长，27 家下降，东北证券、太平洋、中泰证券投行业务增长 413%、391%和 168%，而中原证券、华林证券、东兴证券、长城证券投行业务大幅下滑，下滑幅度在 70%以上。

资管业务收入合计 111.20 亿元，同比下滑 2%，有 15 家实现增长，国泰君安、中泰证券和天风证券增长较快，增速在 100%以上。

利息净收入 109.75 亿元，同比下滑 18%。

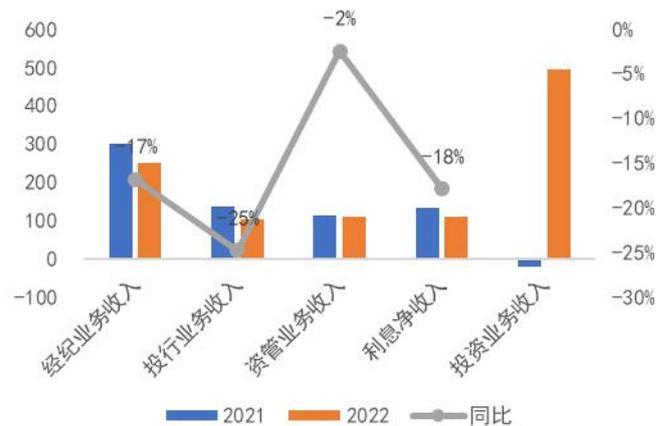
投资业务由亏转盈，实现收入 495.08 亿元，收入增加 514.57 亿元。自营业务同比大幅增长，22 家由亏转盈，全部实现盈利，海通证券自营业务收入增加 46.43 亿元，由去年同期的亏损 26.29 亿元增加至盈利 20.13 亿元，中信证券自营投资收益增加 32.62 亿元至 66.13 亿元。

图 27：上市券商 2023Q1 整体业绩（单位：亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28：上市券商 2023Q1 细分业务（单位：亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

## 4. 投资策略

**政策面稳步推进改革，证券公司全面受益。**2月17日，证监会正式发布《首次公开发行股票注册管理办法》，全面注册制正式实施，4月4日，首批主板10家注册制企业完成注册，进一步完善发行交易制度，扎实推进资本市场全面深化改革。强化市场优胜劣汰机制，资本市场迎来较好发展契机，带动投行业务增量业务，推动证券公司业绩改善。国务院机构改革方案落地，证监会的提级管理充分体现对资本市场的重视，有助于资本市场全面改革的深入推进，更有利于资本市场更好的服务实体经济。同时对外开放持续推进，股票互联互通标的范围进一步扩大，推动更多增量资金入市。

**市场环境改善，一季度业绩明显回暖。**2023年一季度国内经济运行平稳，市场主要指数整体上涨，较年初均实现收涨，投资业务大幅改善。同时，全面降准释放流动性，市场活跃度明显提升，基金发行市场回暖，两融余额持续提升，维持在1.6万亿规模以上，成交额3月底以来保持在万亿规模以上。券商板块作为与市场流动性及政策高度相关的行业，受益于市场流动性的改善带来业绩提升，上市券商2023年一季度业绩明显改善。

市场风险偏好提升，证券板块热度增加。在整体热度提升的推动下，部分证券公司表现突出，年初以来，中国银河、信达证券、东方证券等券商估值有明显提升，申万三级证券指数上涨 11.60%，超过沪深 300 指数 6.66%，目前 PB 为 1.28 倍，仍处于近五年的 27.45%位置，估值保护较高，仍有一定向上动能，随着业绩的持续释放，预计板块关注度及热度将继续保持。建议关注资本实力及业务布局领先的头部券商中信证券，投行业务优势券商国金证券，业绩弹性较大股东协同加持的中小券商国联证券及深耕区域的特色券商东吴证券。

## 5. 风险提升

二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期，业务推进不及预期。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

