

市场触底回升行业业绩反转，23Q1 集中度下降

券商行业 22 年&23Q1 综述

上市券商归母净利 22 年/23Q1 分别同比-34%/+85%

22 年/23Q1 上市券商分别实现收入 3965.1/1170.9 亿元，同比-24%/+55%；实现归母净利润 1272.5、429.7 亿元，同比-34%/+85%。22 年上市券商 ROE 下降至 5.73%，23Q1 上市券商 ROE 提升至 7.64%(年化)。杠杆继续缓慢稳步提升，21 年/22 年/23Q1 上市券商的主动杠杆率分别为 4.01/3.90/4.02。

自营业务是整体业绩变动关键

22 年所有业务板块均下跌，自营/利息/经纪/资产管理/投行分别下降 43%、20%、18%、8%、7%。管理费用率从 21 年的 49% 提升至 22 年的 59%，整体利润率从 21 年的 37.7% 提升至 22 年的 32.8%。

23Q1 上市券商总收入 1170.9 亿元，同比+55%，除了自营业务收入增长外，其余业务同比均下降。自营业务贡献收入回升的 125%，经纪、利息、投行、资管业务收入分别下降 17%、18%、25% 和 2%，管理费用率从 22Q1 年的 63% 大幅下降至 23Q1 的 53%，整体利润率从 22Q1 年的 31.9% 提升至 23Q1 的 38.1%。

投行、自营、资管集中度继续提升，但 23Q1 整体业绩集中度下降

22 年、23Q1 数据显示投行业务、自营业务、资管业务集中度进一步提升。但整体业绩来看 23Q1 集中度有所下降。

43 家上市券商营收的 CR15 从 21 年的 77% 提升至 22 年的 78%，23Q1 下降至 76%；归母净利的 CR15 从 21 年的 81% 上升至 86%，23Q1 大幅下降至 78%。

代销收入有较大幅度下滑，自营收益率波动较大

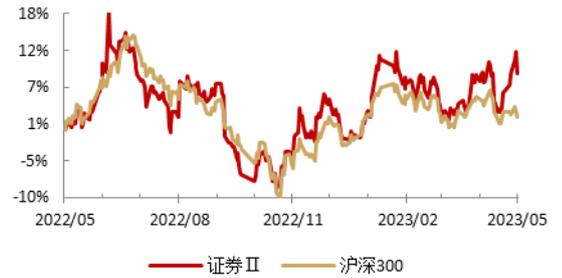
22 年上市券商经纪业务收入 1137.8 亿元，同比-18%。下行市场环境下经纪业务各类分项收入均下降，但机构佣金凸显韧性，降幅低于零售经纪业务，由于新发基金市场低迷代销金融产品收入大幅下降。代理买卖证券、机构席位租赁、代销金融产品与期货经纪业务分别收入 721.6、182.1、121.2、119.4 亿元，分别同比-18%、-13%、-27%、-8%。22 年全年来看，四类收入分别占比 63%、16%、11%、10%，分别同比-1pct、1pct、-1pct、1pct。代理买卖佣金率继续下滑，22 年前三季度行业佣金率为万 2.31，较 21 年全年降 0.1pct。

投行业务收入 22 年小幅下降，23Q1 降幅较大。22 年投行业务收入前三名为中信证券、中金公司和中信建投，收入分别为 86.5、70.1、59.3 亿元，22Q1 投行业务收入前三名为中信证券、中信建投和海通证券，收入分别为 19.8、11.0、9.1 亿元。承销保荐家均费用及费率均稳中有升。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

联系电话：

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

资产管理、基金管理业务收入均有所下降，资产管理业务收入降幅略低于基金管理业务。22 年上市券商大资管业务收入 561.3 亿元（上市券商口径，资管+基金），同比-8%。其中资产管理净收入 249.4 亿元，同比-7%，基金管理业务净收入 311.9 亿元，同比-9%。

22 年/23Q1 上市券商自营业务收入为 1,143.7/495.1 亿元，同比-43%/扭亏（22Q1 为-19.5 亿元）。其中自营资产投入规模继续扩张，22Q1 权益市场急剧下跌导致上市券商证券投资业务整体略有亏损，而 23Q1 股、债市场均有较好表现。

22 年/23Q1 上市券商利息净收入为 271.6/132.8 亿元，分别同比+19%/-8%。融资融券业务规模先下降后回升，股票质押业务规模继续压降但降幅低至 6%。从利率来看，融出资金利率整体下降但降幅有限，买入返售利率降幅更大，当然部分原因是其中结构变化。融资端应付短融券 19 年以来一直处于较低的水平，应付债券整体利率处于下行区间。

► 盈利预测：中性假设下 23 年归母净利+41%

假设 23 年市场日均股基交易额 10813 亿元，同比+6%；年末两融余额 1.7 万亿元，日均两融余额同比-3%；IPO 规模 6632 亿元，同比+13%；假设证券投资业务收益率 4%。我们测算上市券商 22 年全年利润同比+41.2%。

► 投资建议与标的：

当前无论从国内经济复苏情况、市场估值，还是国际货币政策环境来看，市场均处于新一轮市场行情的初期，我们非常看好证券行业今年的业绩与行情。同时券商行情还有望受益于中国特色估值体系行情的发展。

个股方面，建议关注：1) 汇金旗下大型综合性券商中金公司，招商局旗下招商证券；2) 低估值国企华泰证券、国泰君安、国联证券；3) 证券自营业绩弹性大的广发证券；4) 如果交易持续活跃关注互联网券商指南针、东方财富。

其他受益标的还包括中国银河、光大证券、国投资本；中信证券；东方证券。

风险提示

权益市场大幅波动，交易量大幅萎缩，投行及衍生品业务风控不足，资本市场改革低于预期，海外高息环境下发生黑天鹅事件。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司							
				EPS (元)				P/E			
				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
300803.SZ	指南针	50.81	买入	0.44	0.83	1.15	1.71	115.48	61.22	44.18	29.71
300059.SZ	东方财富	16.57	买入	0.83	0.64	0.60	0.70	19.96	25.89	27.62	23.67
601995.SH	中金公司	6.60	买入	2.23	1.46	1.82	1.89	20.90	31.92	25.60	24.66
000776.SZ	广发证券	16.46	买入	1.42	0.27	1.46	1.80	11.59	60.96	11.27	9.14
601456.SH	国联证券	10.75	增持	0.38	0.23	0.45	0.40	28.29	46.74	23.89	26.88
600999.SH	招商证券	14.98	增持	1.34	0.93	1.21	1.40	11.18	16.11	12.38	10.70
601688.SH	华泰证券	15.11	买入	1.47	1.22	1.43	1.66	10.28	12.39	10.57	9.10
601211.SH	国泰君安	15.79	买入	1.69	1.29	1.64	1.90	9.34	12.24	9.63	8.31

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 市场回顾：触底回升	7
1.1. 二级市场：22 年股市下行债市平稳，23Q1 股债均上行	7
1.2. 基金市场：新发基金骤降，存量规模小幅下降	10
1.3. 一级市场：股、债融资同比下降	10
2. 整体业绩回顾：22 年/23Q1 市场触底回升推动业绩反转	11
2.1. 上市券商归母净利 22 年/23Q1 分别同比-34%/+85%	11
2.2. 业绩归因分析：自营业务是整体业绩变动关键	12
2.3. 投行、自营、资管集中度继续提升，但 23Q1 整体业绩集中度下降	13
2.4. 22 年传统轻资产业务收入占比大幅提升，23Q1 资金类业务收入占比则有所上升	16
3. 分项业务分析	18
3.1 经纪业务：机构佣金显韧性，代销收入大幅下降	18
3.2 投行业务：22 年小幅下降，23Q1 降幅较大	21
3.3 资管业务：资产管理、基金管理业务均有所下滑	23
3.4 自营业务收入：22 年大幅下降，23Q1 年扭亏大增	26
3.5 利息净收入：两融规模触底回升，股押降幅收窄至 6%	29
4. 盈利预测与投资建议	30
4.1 盈利预测：中性假设下 23 年归母净利+41%	30
4.2 投资建议：受益于业绩提升与中特估行情发展	32
4.3 风险提示	33

图表目录

图 1 22 年以来上证综指、创业板指数表现.....	7
图 2 22 年以来债券市场表现.....	8
图 3 20 年以来季度日均股基交易额.....	8
图 4 22 年两融余额下降，23Q1 两融余额回升至 1.6 万亿元.....	9
图 5 22 年北上资金剧烈波动，23Q1 北上资金持续净流入.....	9
图 6 新发偏股类基金份额同比降幅收窄.....	10
图 7 存量股票+混合类基金月度规模同比降幅收窄.....	10
图 8 22 年、23Q1 股权融资分别同比-9%、-3%.....	11
图 9 22 年、23Q1 IPO 规模分别同比+8%、-64%.....	11
图 10 22 年、23Q1 核心债融资分别同比-22%、-2%.....	11
图 11 22 年、23Q1 公司债融资分别同比-10%、+11%.....	11
图 12 2013 年以来上市券商业绩表现.....	12
图 13 2013 年以来上市券商 ROE.....	12
图 14 2013 年以来上市券商杠杆倍数.....	12
图 15 12 年至今 43 家上市券商营收集中度.....	14
图 16 12 年至今 43 家上市券商归母净利集中度.....	14
图 17 12 年至今 43 家上市券商经纪净收入集中度.....	14
图 18 12 年至今 43 家上市券商资管净收入集中度.....	14
图 19 12 年至今 43 家上市券商投行净收入集中度.....	14
图 20 12 年至今 43 家上市券商证券自营净收入集中度.....	14
图 21 12 年至今 43 家上市券商利息净收入集中度.....	15
图 22 22 年/23Q1 上市券商营收（按 23Q1 营收排序）.....	16
图 23 上市券商 13 年以来收入结构.....	17
图 24 上市券商 2013 年以来经纪业务净收入、占比及同比增速.....	19
图 25 代买卖佣金率继续在下滑.....	19
图 26 22 年各家上市券商经纪业务收入及增速.....	19
图 27 上市券商 2013 年以来投行业务收入、占比及同比增速.....	21
图 28 22 年上市券商投行业务净收入.....	21
图 29 各年度 IPO 首发家数及家均承销保荐费.....	22
图 30 各年度 IPO 融资金额及承销保荐费率.....	22
图 31 科创板落地至今行业各个季度承销保荐费收入及跟投收益（假设解禁后就减持）.....	22
图 32 上市券商 2013 年以来资管业务收入、占比及同比增速.....	23
图 33 证券行业资管业务收入及增速.....	23
图 34 证券行业资管业务规模及管理费率.....	23
图 35 上市券商 2012 年以来自营投资收益、占比及同比增速.....	26
图 36 上市券商 2012 年以来自营投资规模.....	26
图 37 上市券商自营投资收益率.....	26
图 38 22 年/23Q1 各家上市券商证券自营收益及收益率.....	27
图 39 22 年/23Q1 各家上市券商证券自营规模、自营规模/净资产.....	27
图 40 22 年各家上市券商证券自营资产配置情况.....	28
图 41 22 年各家上市券商证券自营各类资产占比.....	28
图 42 上市券商 2013 年以来利息净收入、占比及同比增速.....	29
图 43 周度融资融券业务余额.....	29
图 44 股票质押业务余额.....	29
图 45 上市券商 2017 年以来融出资金、买入返售规模与利率.....	29
图 46 上市公司应付短融券规模与利率.....	30
图 47 上市公司应付债券规模与利率.....	30

表 1	22 年上市券商收入贡献分析 (单位: 亿元)	13
表 2	23Q1 上市券商收入贡献分析 (单位: 亿元)	13
表 3	各家上市券商 22 年收入结构 (按经纪收入占比由高到低排序)	17
表 4	各家上市券商经纪业务分项收入、占比及增速	20
表 5	各家上市券商资产管理、基金管理收入 (亿元)、占比及增速	24
表 6	关键假设 (单位: 亿元)	31
表 7	盈利预测 (单位: 亿元)	31

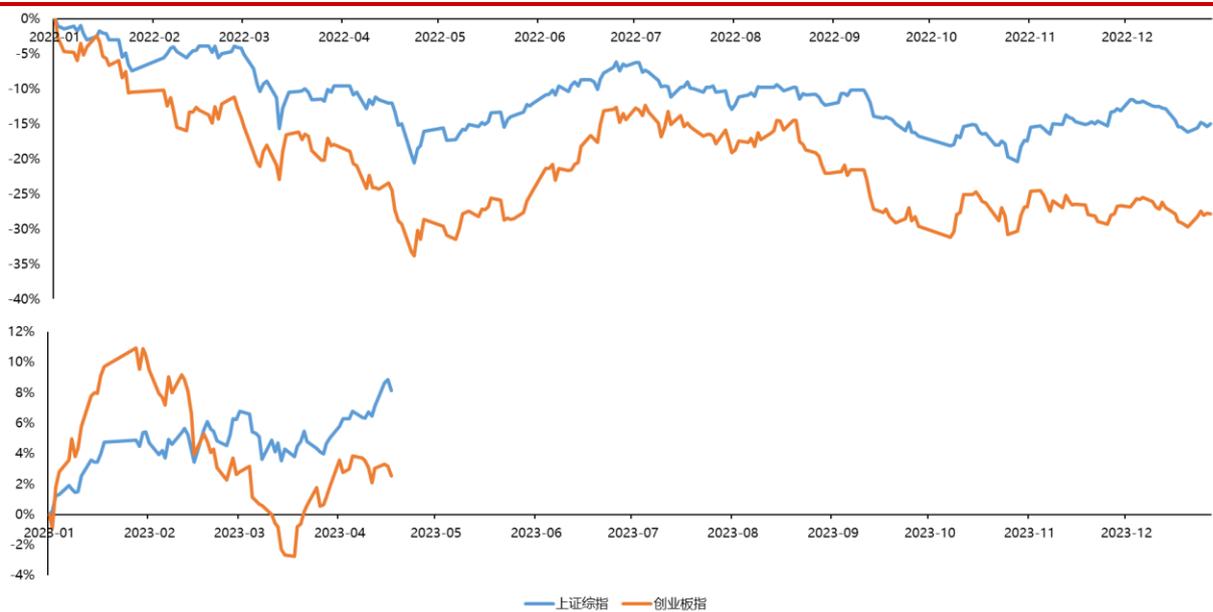
1. 市场回顾：触底回升

1.1. 二级市场：22 年股市下行债市平稳，23Q1 股债均上行

22 年股票市场波动剧烈，整体大幅下行。创业板指与上证综指走势一致，但波动幅度更大。一季度市场剧烈下行，整体上证综指、创业板指分别下调 11%、20%。二季度市场继续下行，4 月下旬起大幅反弹至 6 月末，两个指数反弹幅度分别为 18%、31%。三季度市场继续下行，四季度上证综指自 11 月起反弹，创业板指横盘震荡。全年上证指数、创业板指分别下降 15%、29%。

23Q1 上证综指持续上行，创业板指走 N 字形，先上升后快速回调，3 月下旬反弹。整体上证指数、创业板指分别上涨 6%、2%。

图 1 22 年以来上证综指、创业板指数表现

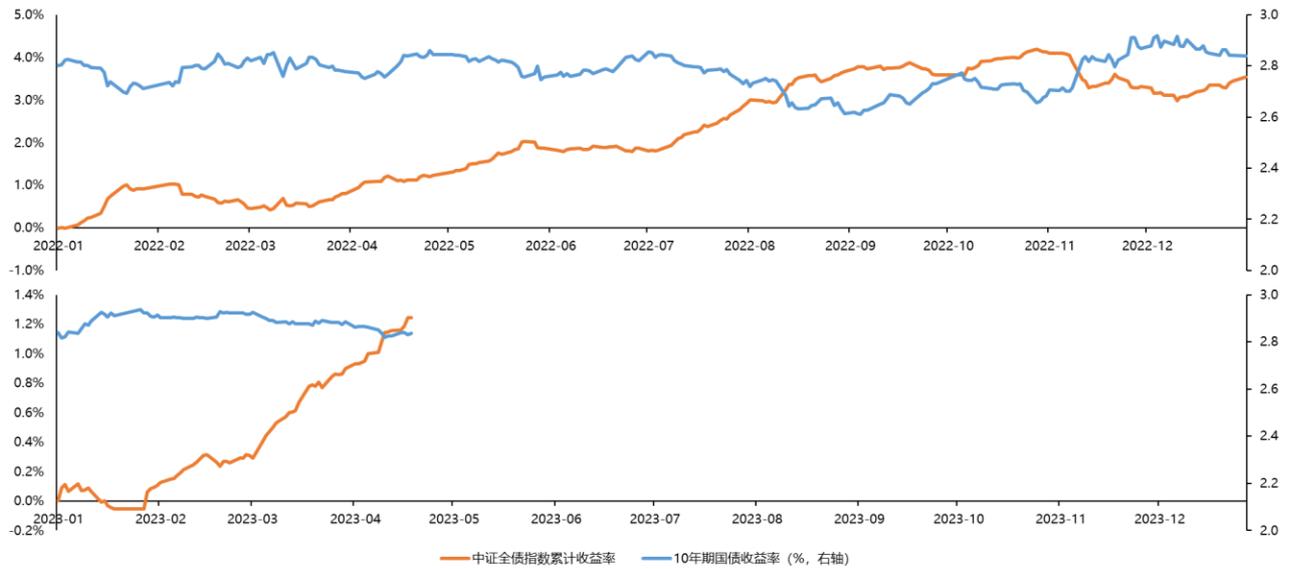


资料来源：Wind，华西证券研究所

债市方面，流动性 22 年上半年平稳，下半年先松后紧。1 月至 6 月，十年期国债收益率在 2.80% 左右波动。7 月至 9 月上旬，市场流动性宽松，十年期国债收益率从 2.86% 下降至 2.61%，之后震荡向上。11 月流动性剧烈收紧，十年期国债收益率从 2.66% 上涨至 2.91%，随后在 2.87% 左右波动。中证全债指数经历 2 月的短暂下行后持续上涨至 11 月末，11 月至 12 月上旬伴随流动性紧张指数出现较大调整，之后继续上行。22 年全年中证全债涨幅 3.49%。

23Q1，十年期国债收益率保持平稳，在 2.90% 附近波动。中证全债指数经历 1 月的小幅下行后持续上涨，23Q1 整体上涨 0.98%。

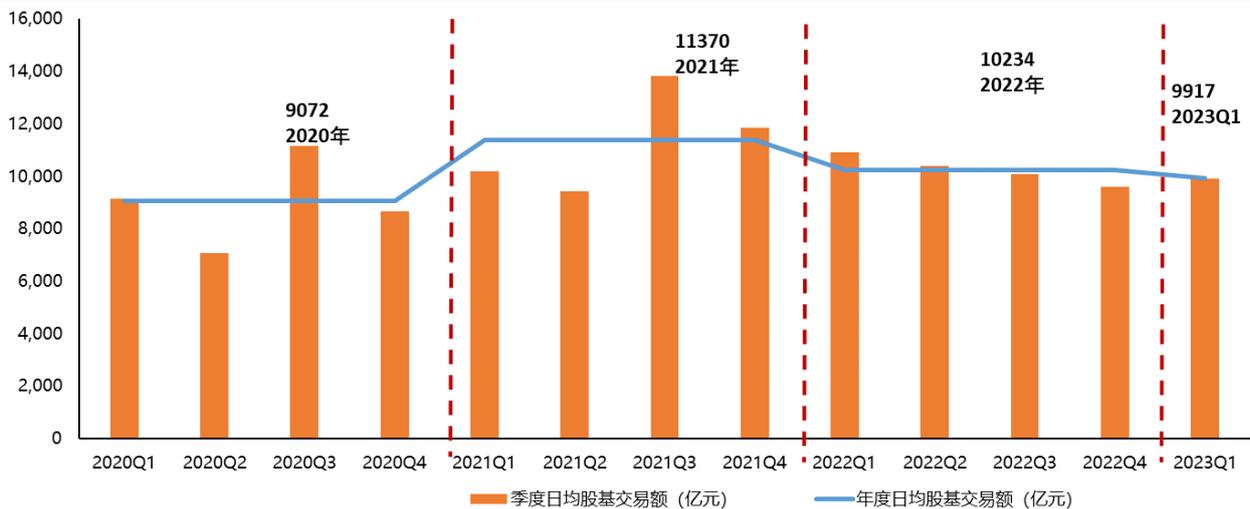
图 2 22 年以来债券市场表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

经历 19-21 年三年持续增长后，22 年市场交投活跃度有所下降，年度日均股基交易额 10234 亿元，较 21 年的 11370 亿元下降 10%。22 年日均股基交易额逐季下滑。23Q1 日均股基交易额 9917 亿元，较 22 年全年下降 9%，较 22Q1 下降 3%。

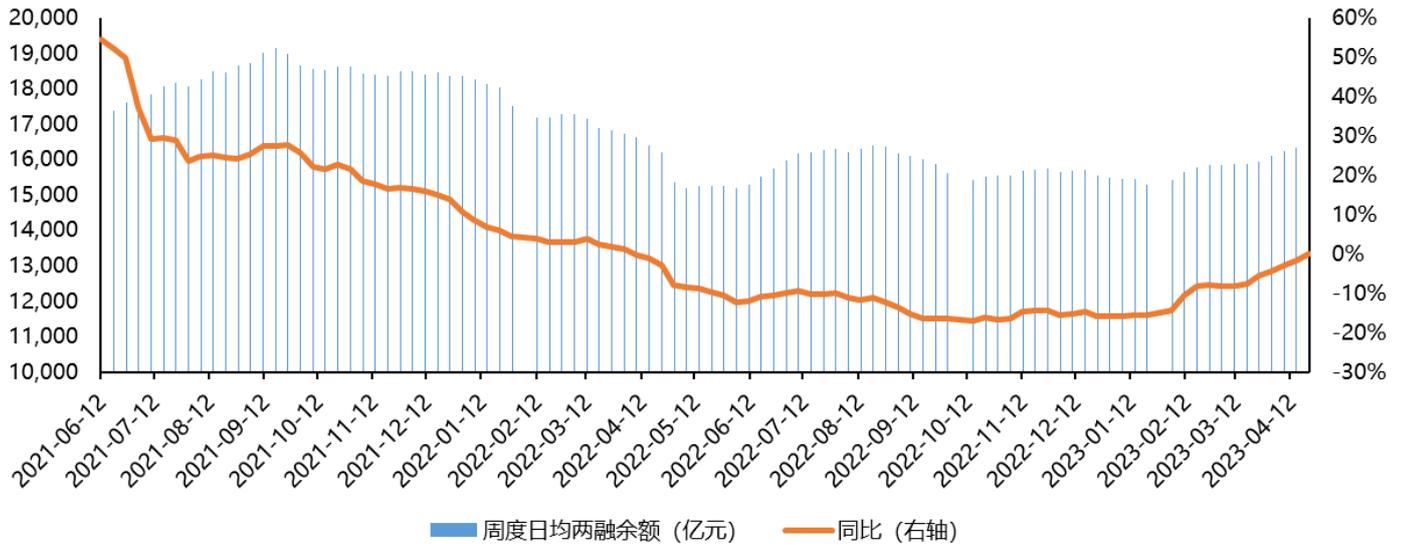
图 3 20 年以来季度日均股基交易额



资料来源：Wind，华西证券研究所

22 年由于市场波动两融余额持续下行，4 月下旬至 8 月下旬随着市场反弹两融余额回升，9 月后继续小幅下行。22 年末两融余额降至 15604 亿元，全年整体两融余额减少 2862 亿元。23Q1 随着市场行情好转两融余额持续提升至 15713 亿元。

图 4 22 年两融余额下降，23Q1 两融余额回升至 1.6 万亿元

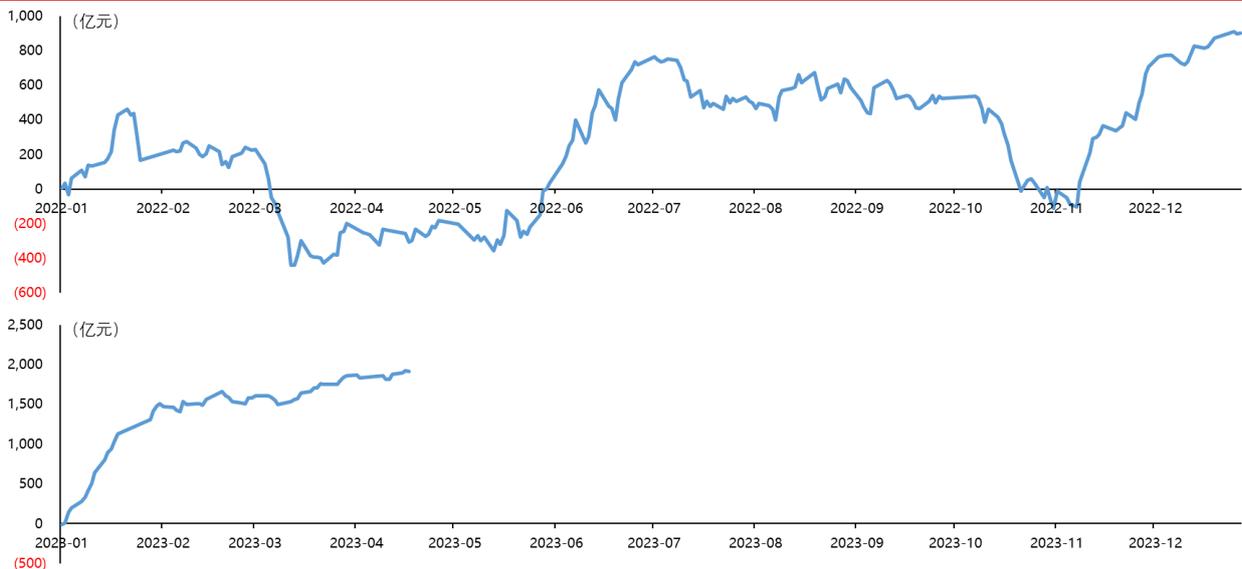


资料来源：Wind，华西证券研究所

22 年北上资金波动剧烈，1 月中上旬延续 21 年的流入趋势，1 月下旬至 3 月中旬，北上资金大幅净流出，之后进出平衡，5 月中下旬随着市场反弹北上资金大幅流入，7 月份北上资金持续流出，8 月至 10 月初北上资金进出平衡，10 月中下旬大幅流出，11 月起再次大幅流入。全年整体北上资金净流入 900 亿元，同比-79%。

23Q1 北上资金延续 22 年末的流入趋势，整体净流入 1860 亿元。

图 5 22 年北上资金剧烈波动，23Q1 北上资金持续净流入



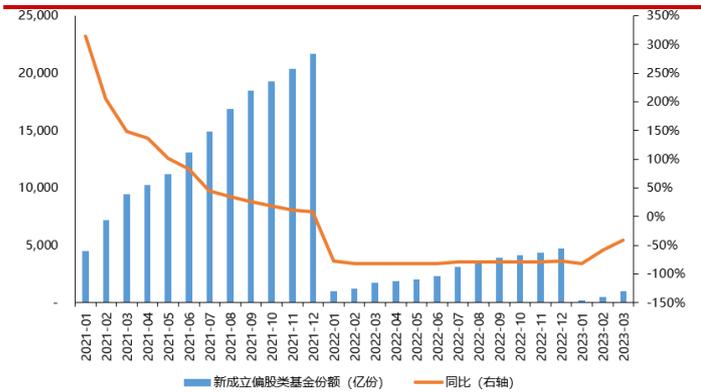
资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 基金市场：新发基金骤降，存量规模小幅下降

22年新发基金市场持续低迷，全年新发偏股类基金份额4694亿元，同比-78%。23Q1新发基金市场延续22年的低迷趋势，新发偏股类基金份额989亿元，同比-42%。

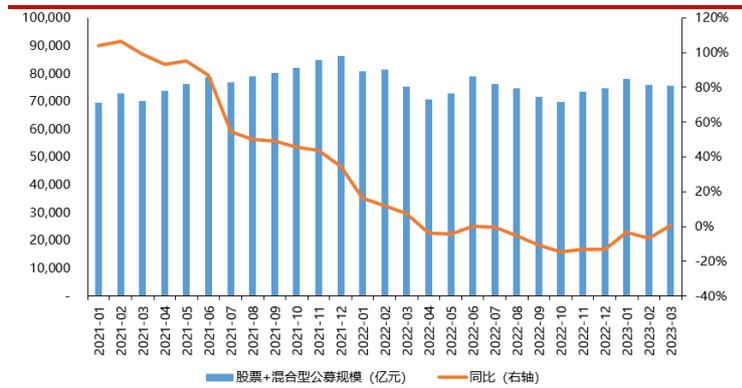
22年存量基金市场小幅下降，报告期末存量偏股类（股票+混合类）基金规模74755亿元，同比-13%。23Q1存量基金市场保持平稳，报告期末存量偏股类基金规模75638亿元，同比+1%。

图6 新发偏股类基金份额同比降幅收窄



资料来源：Wind，华西证券研究所

图7 存量股票+混合类基金月度规模同比降幅收窄



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 一级市场：股、债融资同比下降

22年股权融资规模13713亿元，同比-9%，其中IPO、再融资规模分别为5869亿元、7845亿元，分别同比+8%、-18%。23Q1股权融资规模3166亿元，同比-3%，其中IPO、再融资规模分别为651亿元、2515亿元，分别同比-64%、+72%，IPO规模大幅下降，再融资规模大幅上升。

22年核心债融资低迷，规模为57288亿元，同比-22%。其中公司债融资规模为30905亿元，同比-10%。22年企业债、ABS、可转债融资规模分别同比-16%、-36%、-23%。23Q1核心债融资规模为13097亿元，同比-2%，其中公司债融资规模为8322亿元，同比+11%。23Q1企业债、ABS、可转债融资规模分别同比-27%、-9%、-48%。

图 8 22 年、23Q1 股权融资分别同比-9%、-3%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 22 年、23Q1 IPO 规模分别同比+8%、-64%



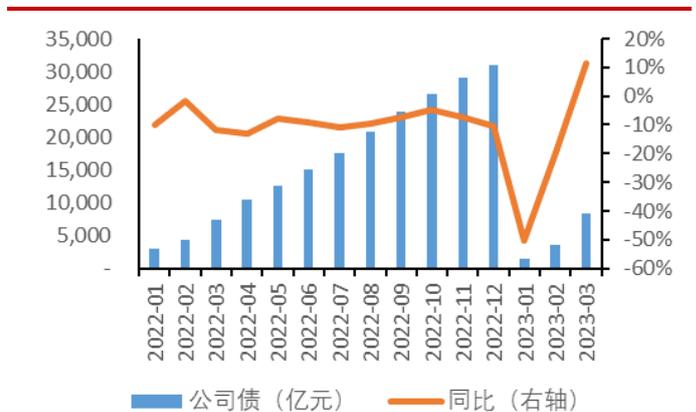
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 22 年、23Q1 核心债融资分别同比-22%、-2%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 22 年、23Q1 公司债融资分别同比-10%、+11%



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 整体业绩回顾：22 年/23Q1 市场触底回升推动业绩反转

样本选取：本文选取样本为 A 股上市的 43 家证券公司，不包括华创阳安、东方财富等集团上市券商。

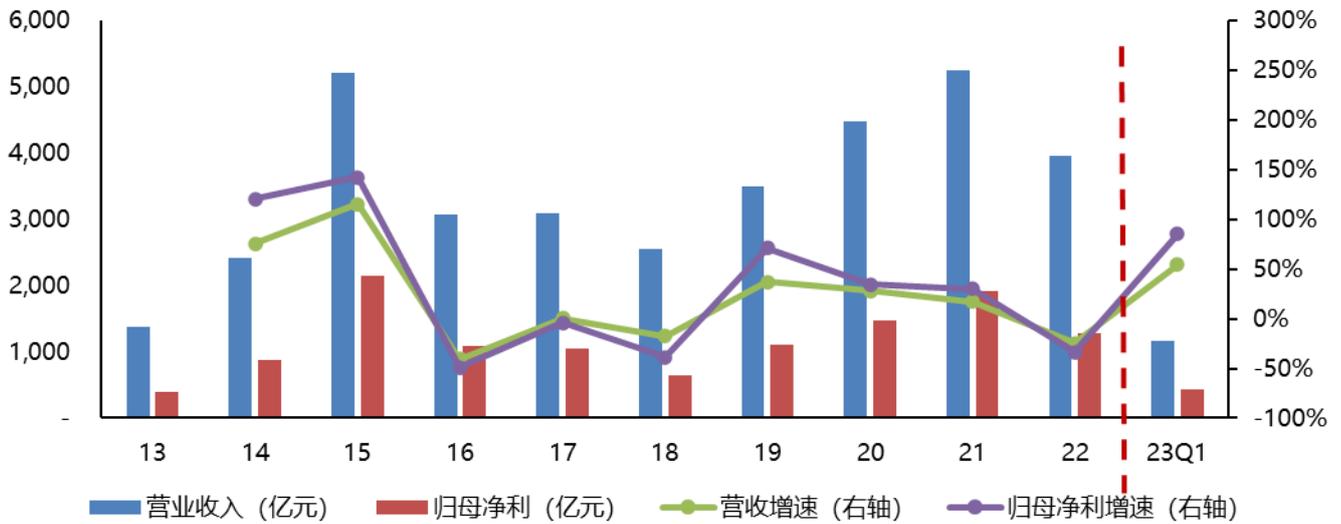
数据处理：近年来多家券商设置商品贸易子公司，由于此项业务的记账方式与传统业务采取净收入记账方式不同，表现出收入金额大、支出金额大的特点，原始数据会扭曲我们关于收入的分析，因此以下分析中我们在营业收入、营业支出中均做先扣除商品贸易支出的处理。

2.1. 上市券商归母净利润 22 年/23Q1 分别同比-34%/+85%

从整体业绩情况来看，22 年上市券商业绩均大幅下降。22 年上市券商实现收入 3965.1 亿元，同比-24%，实现归母净利润 1272.5 亿元，同比-34%。23Q1 上市券商业绩大增，23Q1 上市券商实现收入 1170.9 亿元，同比+55%，实现归母净利润 429.7 亿元，同比+85%。22 年上市券商 ROE 大幅下降，22 年的 ROE 为 5.73%；23Q1 上市券商 ROE 提升，23Q1 年的 ROE 为 7.64%(年化)，大于 19 年小于 20 年的水平。

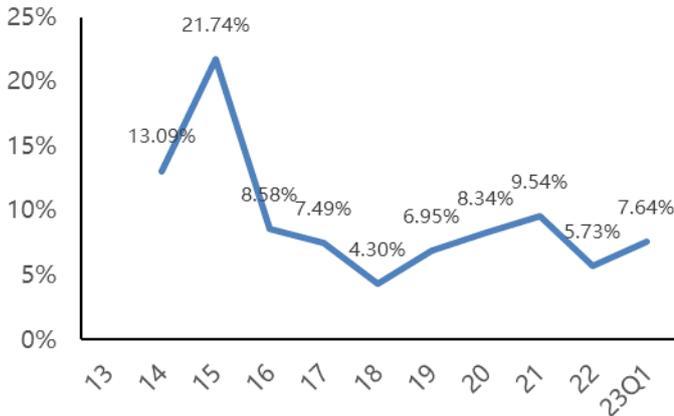
22 年杠杆下降，23 一季度杠杆有所提升，21 年/22 年/23Q1 上市券商的主动杠杆率分别为 4.01/3.90/4.02。

图 12 2013 年以来上市券商业绩表现



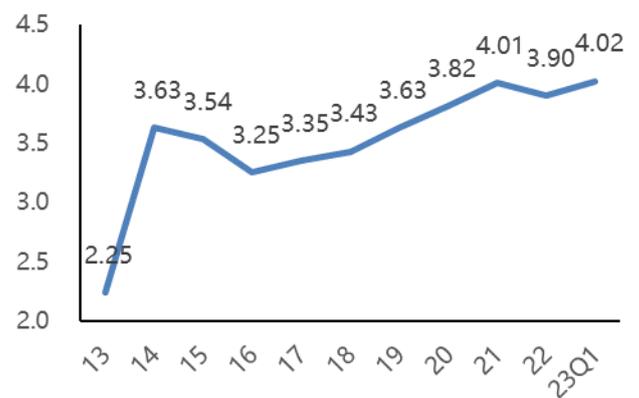
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 2013 年以来上市券商 ROE



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 2013 年以来上市券商杠杆倍数



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 业绩归因分析：自营业务是整体业绩变动关键

22 年上市券商总收入 3965.1 亿元，同比-24%，由于交投活跃度有所下降，新发基金市场低迷，再融资市场下滑，特别是股票市场的大幅波动，所有业务板块业绩均下滑。从业绩同比增速来看，证券自营、大宗、股权投资业务收入降幅最大，分别为 43%、32%、30%，利息与经纪业务分别下降 20%、18%，资管与投行业务收入降幅则分别为 8%、7%。从各项业务对业绩下滑的影响度来看，证券自营与经纪业务影响最大，分别贡献收入下滑的 68%、20%。

支出方面，管理费用率从 21 年的 49.1% 提升至 59.3%，减值计提金额同比大幅下降 56%，整体利润率从 21 年的 37.7% 下降至 32.8%。归母净利下降 34%，降幅大于收入降幅。

23Q1 上市券商总收入 1170.9 亿元，同比+55%，主要得益于证券自营业务的大幅好转。从贡献度来看，证券自营业务贡献收入回升的 125%，对联营与合营企业投资收入也有大幅增长，增幅 109%，其他业务收入则有所下滑，经纪、利息、投行、资管业务收入分别下降 17%、18%、25% 和 2%。

支出方面，管理费用率大幅下降，从 22Q1 年的 62.8% 下降至 52.7%，减值计提金额同比提升，整体利润率从 22Q1 年的 31.9% 提升至 38.1%。归母净利大幅提升 85%，提升幅度高于收入降幅。

目前对联营与合营企业的投资收益以及商品贸易收入利润占比还较低，下文分析中将其并入“其他”项处理，不再单列。

表 1 22 年上市券商收入贡献分析（单位：亿元）

	21	22	同比	收入贡献	收入结构
经纪业务	1,393.6	1,137.8	-18%	20%	29%
投行业务	626.9	582.5	-7%	3%	15%
资管业务	504.6	464.2	-8%	3%	12%
自营业务	2,008.0	1,143.7	-43%	68%	29%
利息收入	267.2	213.5	-20%	4%	5%
股权	156.2	109.4	-30%	4%	3%
大宗	50.6	34.5	-32%	1%	1%
其他	236.7	279.6	18%	-3%	7%
收入合计	5,243.8	3,965.1	-24%	100%	100%
营业税金及附加	36.0	31.0	-14%		
管理费用	2,573.6	2,352.7	-9%		
减值损失	105.5	46.9	-56%		
其他支出	36.1	11.5	-68%		
营业利润	2,492.6	1,523.0	-39%		
净利润	1,975.9	1,298.7	-34%		
归母净利润	1,918.3	1,272.5	-34%		
管理费用率	49.1%	59.3%			
利润率	37.7%	32.8%			

资料来源：Wind，华西证券研究所

注 1：营业收入与营业支出均为调整其他业务支出后的；

注 2：收入贡献 = (22 年分项业务收入 - 21 年分项业务收入) / (22 年营业收入 - 21 年营业收入)

注 3：股权指“对联营与合营企业的投资收益”；

大宗指“商品贸易净收入”

表 2 23Q1 上市券商收入贡献分析（单位：亿元）

	22Q1	23Q1	同比	收入贡献	收入结构
经纪业务	302.6	252.0	-17%	-12%	22%
投行业务	139.6	105.2	-25%	-8%	9%
资管业务	113.9	111.2	-2%	-1%	9%
自营业务	-19.5	495.1	-2640%	125%	42%
利息收入	133.6	109.8	-18%	-6%	9%
股权	15.6	32.5	109%	4%	3%
大宗	10.5	6.9	-35%	-1%	1%
其他	61.4	58.3	-5%	-1%	5%
收入合计	757.7	1,170.9	55%	100%	100%
营业税金及附加	7.9	7.4	-7%		
管理费用	476.0	616.8	30%		
减值损失	-2.3	2.9	-230%		
其他支出	-0.4	0.6	-243%		
营业利润	284.5	543.2	91%		
净利润	241.6	445.7	84%		
归母净利润	231.7	429.7	85%		
管理费用率	62.8%	52.7%			
利润率	31.9%	38.1%			

资料来源：Wind，华西证券研究所

注 1：营业收入与营业支出均为调整其他业务支出后的；

注 2：收入贡献 = (23Q1 分项业务收入 - 22Q1 年分项业务收入) / (23Q1 营业收入 - 22Q1 营业收入)

注 3：股权指“对联营与合营企业的投资收益”；

大宗指“商品贸易净收入”

2.3. 投行、自营、资管集中度继续提升，但 23Q1 整体业绩集中度下降

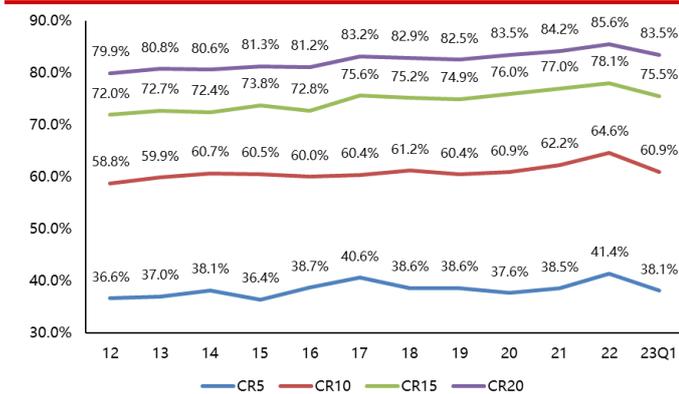
近年的诸多增量业务均存在头部集中趋势，包括注册制下的投行业务，FICC 业务发展下的券商自营业务，以及资产管理与财富管理业务。22 年、23Q1 数据显示投

行业务、自营业务、资管业务集中度进一步提升。但整体业绩来看 23Q1 集中度有所下降。

43 家上市券商营收的 CR15 从 21 年的 77% 提升至 22 年的 78%，23Q1 下降至 76%；CR20 从 21 年的 84% 提升至 22 年的 86%，23Q1 下降至 84%。归母净利的 CR15 从 21 年的 81% 上升至 86%，23Q1 大幅下降至 78%；CR20 从 21 年的 87% 上升至 92%，23Q1 大幅下降至 85%。

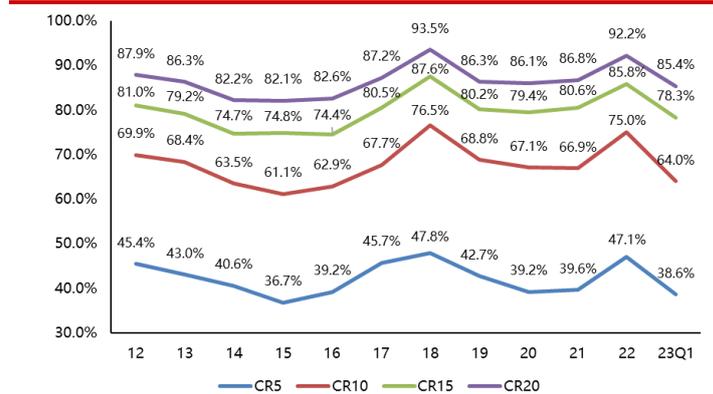
从各项业务的集中度来看，投行、资管与证券自营均体现了集中度提升趋势，但利息净收入下降，原因是大型券商更多地扩表，从而利息支出增加更多导致。

图 15 12 年至今 43 家上市券商营收集中度



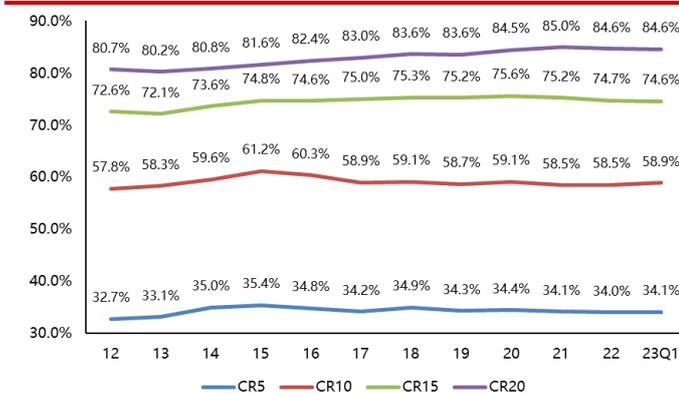
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 12 年至今 43 家上市券商归母净利润集中度



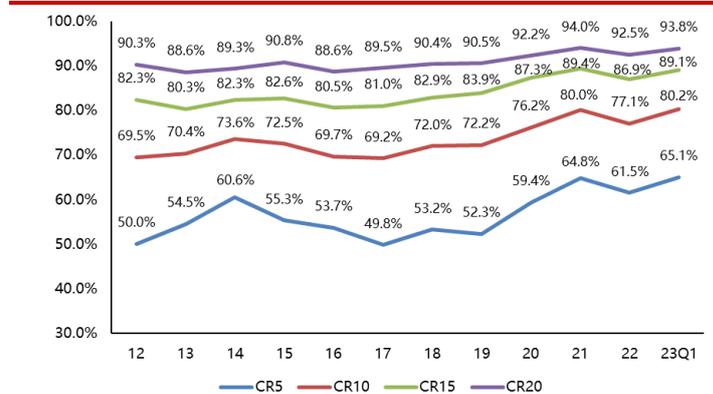
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 12 年至今 43 家上市券商经纪净收入集中度



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 12 年至今 43 家上市券商资管净收入集中度



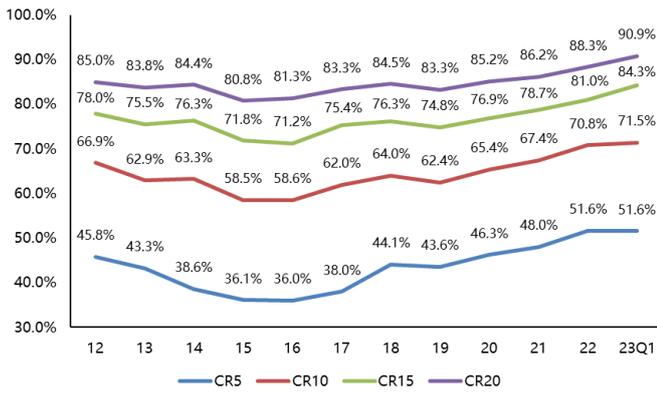
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 12 年至今 43 家上市券商投行净收入集中度

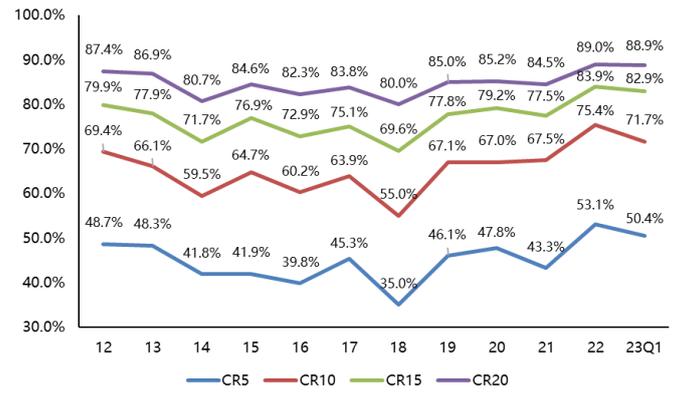
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 12 年至今 43 家上市券商证券自营净收入集中度

资料来源: Wind, 华西证券研究所

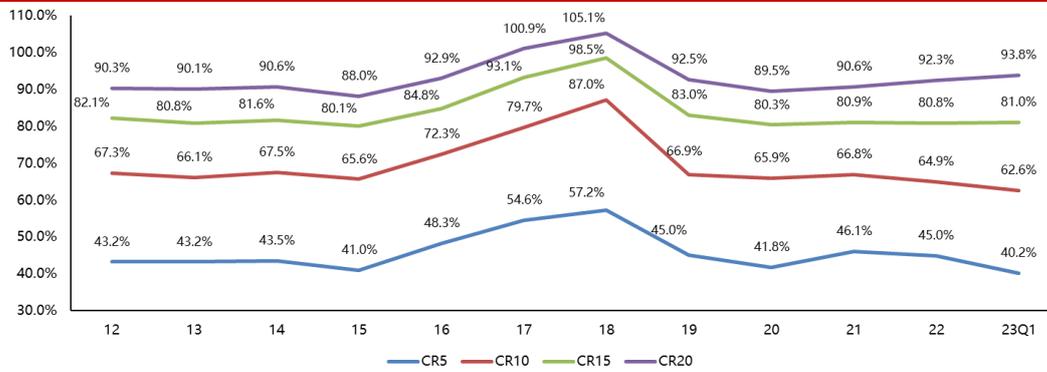


资料来源: Wind, 华西证券研究所



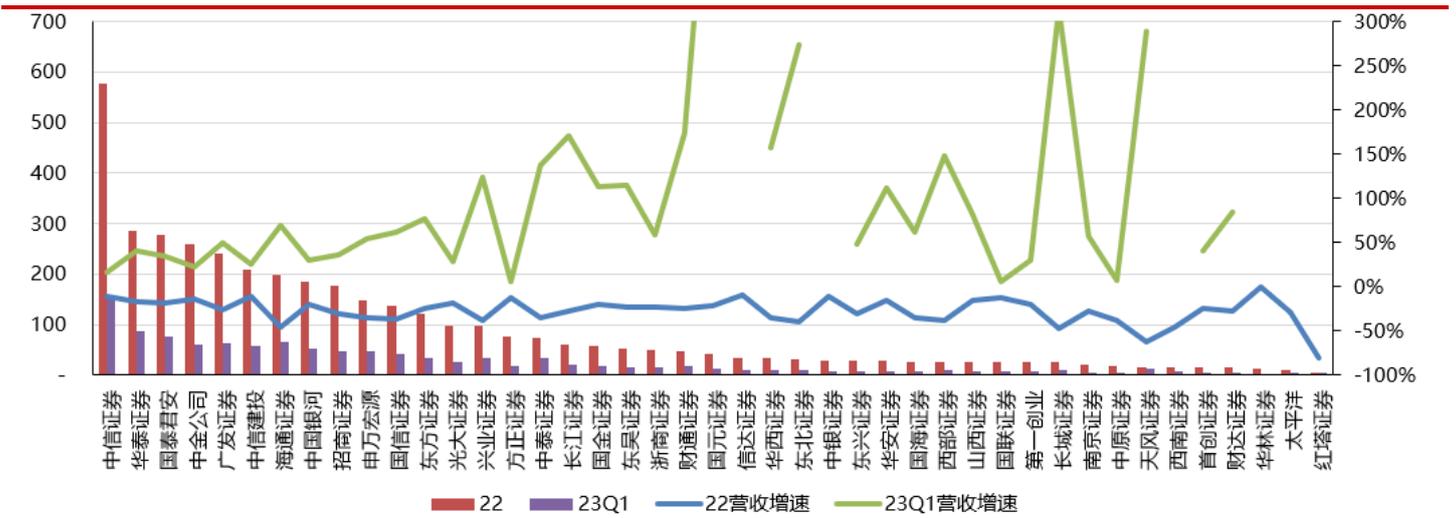
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 12 年至今 43 家上市券商利息净收入集中度



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 22 年/23Q1 上市券商营收（按 23Q1 营收排序）



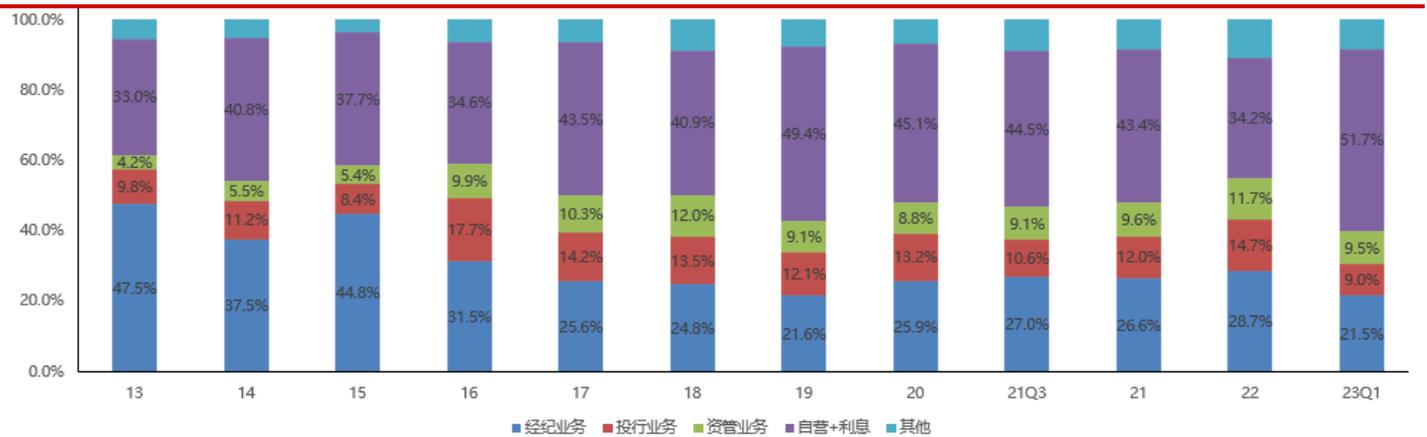
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.4. 22 年传统轻资产业务收入占比大幅提升，23Q1 资金类业务收入占比则有所上升

在经营环境挑战加大的情况下，22 年券商传统中介类业务收入占比提升，资金类业务占比下降。22 年经纪/投行/资管类业务收入占比分别是 29%/15%/12%，同比分别提升 2pct/3pct/2pct；资金类业务收入（自营与利息收入）占比 34%，同比下降 9pct。23Q1 随着市场行情好转券商资金类业务收入占比快速上升至 52%，相应其他各类收费类业务收入占比下降。

从上市券商 22 年收入结构来看，各家上市券商收入结构分化较大。22 年经纪业务收入占比最高的天风证券、长江证券为 60%、52%，最低的首创证券、第一创业仅为 14%、15%；投行业务收入占比最高的天风证券、东兴证券为 53%、39%，最低的广发证券、中国银河、中银证券分别仅为 3%、4%、4%；资管业务收入占比最高的天风证券、首创证券为 59%、42%，最低的西南证券、南京证券均仅为 1%；资金类业务收入（自营与利息收入）占比最高的南京证券、国元证券为 102%、87%，最低的天风证券、长城证券仅为 -50%、8%。

图 23 上市券商 13 年以来收入结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 3 各家上市券商 22 年收入结构 (按经纪收入占比由高到低排序)

	经纪	投行	资管	自营	利息	股权投资	大宗	其他	营收合计
天风证券	60%	53%	59%	24%	-74%	-19%	1%	-3%	100%
长江证券	52%	14%	4%	13%	39%	1%	1%	-24%	100%
华西证券	52%	7%	5%	9%	36%	0%	0%	-8%	100%
中泰证券	49%	14%	7%	9%	28%	2%	1%	-10%	100%
方正证券	47%	7%	3%	29%	23%	-1%	0%	-9%	100%
西南证券	40%	11%	1%	21%	21%	22%	0%	-18%	100%
华林证券	38%	12%	3%	29%	29%	0%	0%	-11%	100%
财达证券	38%	20%	3%	24%	12%	0%	1%	2%	100%
国信证券	37%	13%	2%	36%	13%	4%	0%	-6%	100%
红塔证券	37%	15%	8%	38%	16%	0%	5%	-19%	100%
浙商证券	36%	15%	8%	13%	15%	0%	0%	12%	100%
长城证券	36%	20%	4%	-3%	11%	30%	2%	1%	100%
招商证券	36%	8%	5%	37%	8%	9%	1%	-3%	100%
华安证券	36%	6%	17%	31%	16%	0%	0%	-6%	100%
西部证券	36%	13%	3%	38%	-7%	0%	2%	16%	100%
中原证券	35%	15%	3%	32%	7%	3%	0%	5%	100%
申万宏源	35%	13%	8%	46%	1%	5%	1%	-9%	100%
中国银河	34%	4%	2%	51%	28%	0%	0%	-20%	100%
东北证券	34%	5%	11%	11%	8%	6%	1%	25%	100%
东吴证券	34%	21%	4%	28%	22%	3%	0%	-11%	100%
光大证券	33%	13%	15%	18%	21%	1%	1%	-2%	100%
太平洋	33%	10%	13%	29%	20%	-2%	0%	-3%	100%
中银证券	32%	4%	25%	9%	27%	0%	0%	2%	100%
国海证券	31%	7%	7%	14%	17%	0%	0%	23%	100%
国金证券	29%	30%	2%	6%	24%	1%	0%	8%	100%
中信建投	28%	28%	5%	31%	11%	0%	0%	-3%	100%
兴业证券	28%	10%	2%	14%	19%	1%	0%	26%	100%
国泰君安	28%	16%	6%	33%	17%	3%	0%	-2%	100%
信达证券	27%	5%	8%	17%	8%	0%	0%	34%	100%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

广发证券	27%	3%	37%	18%	17%	4%	0%	-5%	100%
东兴证券	26%	39%	7%	16%	51%	-1%	0%	-39%	100%
东方证券	25%	14%	22%	37%	13%	5%	1%	-18%	100%
华泰证券	25%	14%	13%	26%	9%	4%	0%	9%	100%
财通证券	25%	9%	30%	16%	15%	15%	0%	-11%	100%
南京证券	24%	10%	1%	55%	47%	0%	0%	-39%	100%
海通证券	24%	21%	11%	3%	31%	4%	10%	-3%	100%
国元证券	24%	18%	2%	40%	48%	10%	0%	-41%	100%
国联证券	21%	18%	7%	51%	5%	0%	0%	-2%	100%
中金公司	20%	27%	5%	46%	-4%	0%	0%	6%	100%
中信证券	19%	15%	19%	33%	10%	1%	1%	2%	100%
山西证券	18%	16%	8%	54%	2%	1%	-1%	3%	100%
第一创业	15%	11%	40%	7%	8%	9%	5%	6%	100%
首创证券	14%	7%	42%	28%	1%	2%	0%	6%	100%
上市券商加总	29%	15%	12%	29%	15%	3%	1%	-2%	100%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

3. 分项业务分析

3.1 经纪业务: 机构佣金显韧性, 代销收入大幅下降

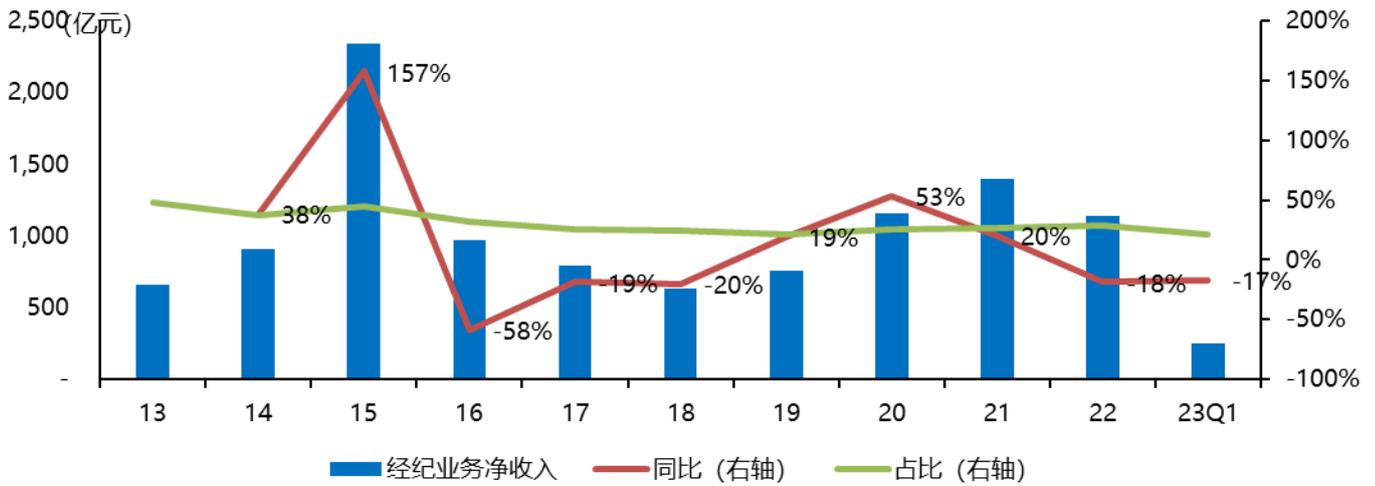
22 年上市券商经纪业务收入 1137.8 亿元, 同比-18%。下行市场环境下经纪业务各类分项收入均下降, 但机构佣金凸显韧性, 降幅低于零售经纪业务, 由于新发基金市场低迷代销金融产品收入大幅下降。代理买卖证券、机构席位租赁、代销金融产品与期货经纪业务分别收入 721.6、182.1、121.2、119.4 亿元, 分别同比-18%、-13%、-27%、-8%。22 年全年来看, 四类收入分别占比 63%、16%、11%、10%, 分别同比-1pct、1pct、-1pct、1pct。

代理买卖证券业务方面, 22 年行业佣金率继续下滑, 22 年前三季度行业佣金率为万 2.31, 较 21 年全年降 0.1pct。

从各家上市券商的表现来看, 代买卖证券业务方面, 天风证券、浙商证券、华林证券、中信建投降幅低于-11%, 大幅超过行业; 机构席位租赁收入方面, 国海、国联、东北、山西等几家发力卖方研究的券商收入大幅增加; 期货经纪业务仍然分化较大, 部分公司收入增长, 而上市公司整体则下降 8%; 代销金融产品净收入方面, 行业整体下降 27%, 收入增速前四为华泰、红塔、中金、海通, 收入实现同比增长, 收入绝对值来看, 中信、中金、华泰、国君排名前四, 收入分别为 16.8、12.1、9.7、7.8 亿元。

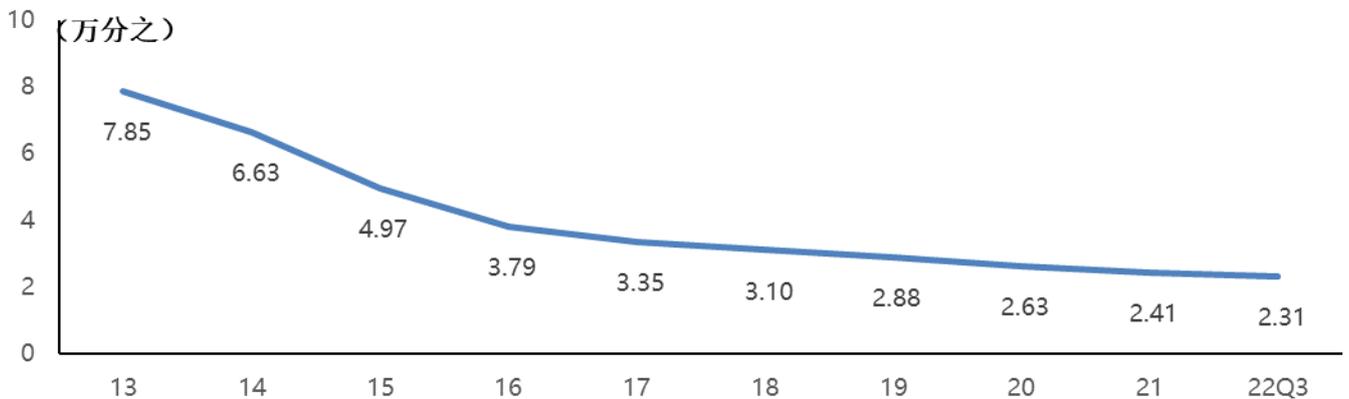
23Q1 上市券商经纪业务实现收入 252.0 亿元, 同比-17%, 而同期 A 股日均股基交易额同比-10%。这一方面可能由于佣金率继续下滑, 另一方面基金发行市场继续下滑, 以及香港市场交投活跃度下降也对相关经纪业务形成拖累。

图 24 上市券商 2013 年以来经纪业务净收入、占比及同比增速



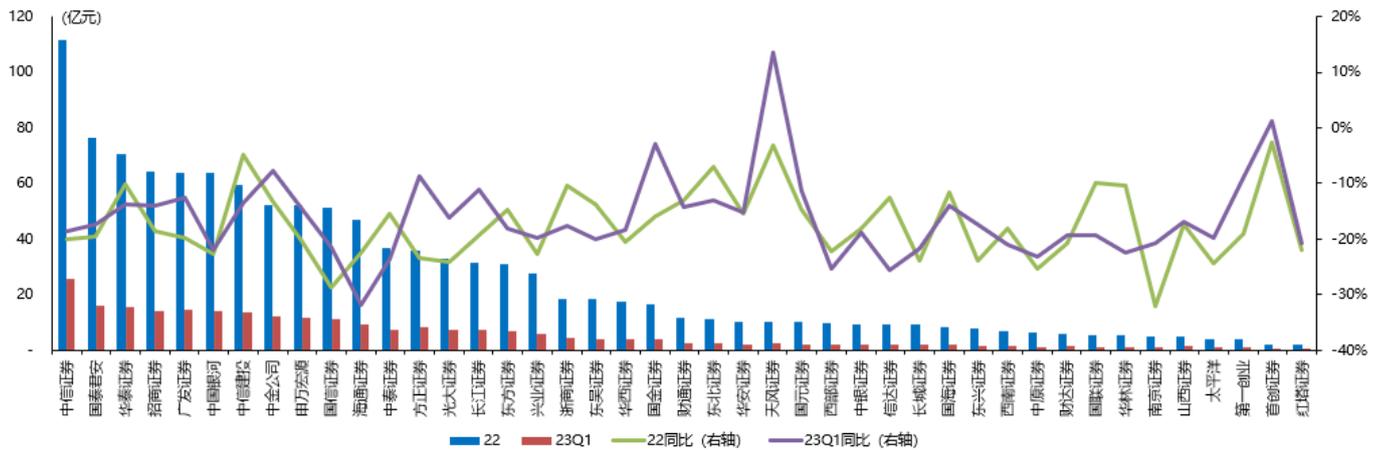
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25 代买卖佣金率继续在下滑



资料来源：中国证券业协会，Wind，华西证券研究所

图 26 22 年各家上市券商经纪业务收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

表4 各家上市券商经纪业务分项收入、占比及增速

上市券商	2022收入（亿元）				2022同比				2022占经纪业务净收入比重			
	代理买卖 证券业务	交易单元 席位租赁	代销金融 产品业务	期货经纪 业务	代理买卖 证券 业务	交易单元 席位租赁	代销金融 产品业务	期货经纪 业务	代理买卖 证券 业务	交易单元 席位租赁	代销金融 产品业务	期货经纪 业务
中信证券	71.3	12.9	16.8	10.7	-17%	-27%	-37%	13%	64%	12%	15%	10%
国泰君安	48.8	9.3	7.8	10.4	-23%	-12%	-18%	-6%	64%	12%	10%	14%
华泰证券	46.6	8.2	9.7	6.3	-15%	-13%	24%	-5%	66%	12%	14%	9%
招商证券	45.1	9.3	5.6	4.4	-18%	-18%	-30%	-2%	70%	14%	9%	7%
广发证券	40.8	9.8	7.8	5.4	-20%	-17%	-29%	-7%	64%	15%	12%	8%
中国银河	49.1	2.9	6.3	5.4	-20%	-42%	-31%	-21%	77%	4%	10%	8%
中信建投	30.8	13.3	7.8	7.3	-11%	14%	-17%	9%	52%	22%	13%	12%
中金公司	28.0	10.9	12.1	1.3	-22%	-7%	7%	-5%	53%	21%	23%	2%
申万宏源	33.8	8.9	2.8	6.6	-22%	-12%	-39%	-10%	65%	17%	5%	13%
国信证券	39.6	3.6	5.4	2.6	-24%	-38%	-43%	-39%	77%	7%	11%	5%
海通证券	30.1	8.8	3.5	4.4	-22%	-28%	2%	-29%	64%	19%	7%	9%
中泰证券	25.1	5.1	3.0	3.6	-14%	-22%	-18%	-11%	68%	14%	8%	10%
方正证券	23.8	3.8	2.3	6.1	-20%	-33%	-48%	-17%	66%	11%	7%	17%
光大证券	19.0	5.4	3.8	4.8	-23%	-26%	-33%	-18%	58%	16%	11%	15%
长江证券	16.5	11.0	2.2	1.9	-13%	-20%	-47%	-11%	52%	35%	7%	6%
东方证券	10.6	7.4	2.6	10.3	-15%	-16%	-55%	10%	34%	24%	8%	33%
兴业证券	12.8	7.8	4.7	2.2	-21%	-24%	-29%	-10%	47%	28%	17%	8%
浙商证券	11.1	4.5	3.0	5.1	-6%	8%	-37%	11%	47%	19%	13%	21%
东吴证券	9.7	5.5	0.8	2.2	-17%	-1%	-21%	-24%	53%	30%	5%	12%
华西证券	11.7	3.3	1.5	1.0	-20%	-16%	-38%	-2%	67%	19%	9%	5%
国金证券	10.2	3.1	1.9	1.2	-16%	5%	-42%	11%	62%	19%	11%	7%
财通证券	9.4	0.7	1.8	-	-13%	42%	-23%	-	79%	6%	15%	0%
东北证券	6.3	3.2	0.6	0.9	-18%	47%	-33%	-15%	57%	29%	6%	8%
华安证券	6.9	0.9	0.3	2.3	-19%	-9%	-20%	-4%	67%	8%	3%	22%
天风证券	3.3	6.5	0.3	-	2%	5%	-29%	-100%	33%	64%	3%	0%
国元证券	7.2	0.5	0.7	1.6	-18%	5%	-21%	4%	72%	5%	7%	16%
西部证券	6.3	2.6	0.1	0.7	-24%	-23%	-66%	19%	65%	27%	1%	8%
中银证券	6.3	1.2	1.0	0.9	-17%	-24%	-30%	3%	67%	13%	10%	10%
信达证券	4.9	2.9	0.5	0.9	-	-	-	-	53%	32%	6%	10%
长城证券	5.7	1.1	0.6	1.8	-23%	-29%	-46%	-14%	62%	12%	6%	20%
国海证券	4.1	1.9	0.3	2.2	-25%	141%	-43%	-21%	48%	22%	4%	26%
东兴证券	5.6	1.0	0.5	0.5	-25%	-25%	-9%	-21%	73%	13%	7%	7%
西南证券	4.4	1.3	0.4	0.6	-24%	21%	-39%	-8%	66%	20%	6%	9%
中原证券	5.0	0.0	0.2	1.1	-24%	-	-65%	-12%	79%	0%	4%	17%
山西证券	3.8	0.3	0.7	1.5	-20%	46%	-20%	-4%	60%	5%	11%	24%
财达证券	5.6	0.0	0.1	0.3	-21%	-47%	-53%	2%	94%	0%	1%	4%
国联证券	4.3	0.8	0.4	-	-14%	74%	-38%	-	77%	15%	8%	0%
华林证券	5.1	0.2	0.2	-	-10%	36%	-35%	-	94%	3%	3%	0%
南京证券	3.9	0.0	0.5	0.4	-22%	-18%	-2%	-75%	81%	1%	10%	8%
太平洋	3.0	0.5	0.4	-	-17%	-49%	-31%	-	79%	12%	9%	0%
第一创业	2.8	0.7	0.2	0.1	-21%	0%	-34%	-33%	74%	19%	5%	2%
首创证券	1.3	0.6	0.1	0.1	-	-	-	-	59%	29%	6%	7%
红塔证券	1.7	0.0	0.0	0.3	-25%	-42%	10%	-2%	83%	1%	1%	15%
合计	721.6	182.1	121.2	119.4	-18%	-13%	-27%	-8%	63%	16%	11%	10%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：上市公司年报，华西证券研究所

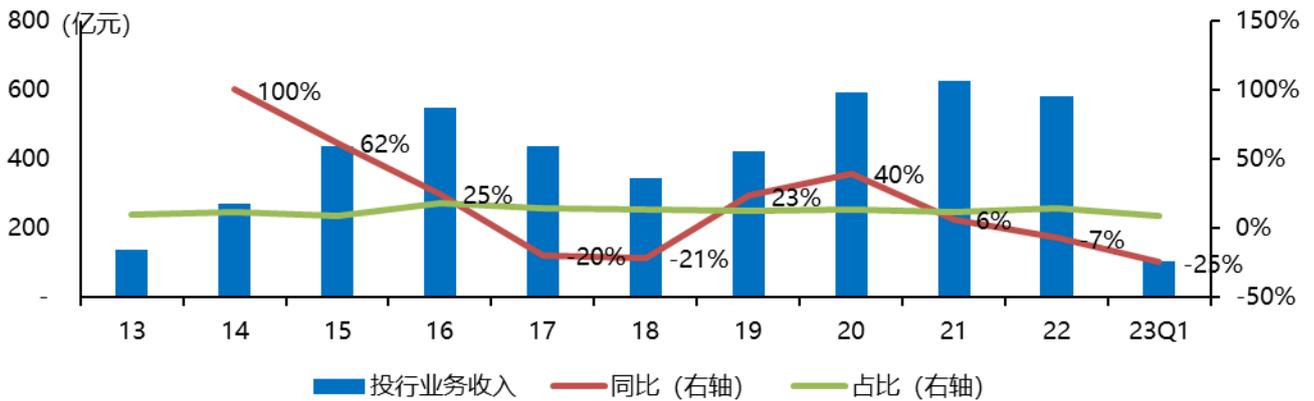
3.2 投行业务：22 年小幅下降，23Q1 降幅较大

注册制 19 年在科创板落地，20 年推广至创业板，2021 年 9 月交易所针对注册制下的科创板和创业板新股修订了新的询价机制，放松了科创板和创业板新股的定价要求，加之市场流动性宽松 2022 年 IPO 超额较多。19 年-21 年 IPO 规模持续提升，市场波动下 22 年 IPO 维持高位小幅提升。23Q1 IPO 金额大幅下滑。22 年/23Q1 上市券商投行业务收入 582.5、105.2 亿元，同比-7%、-25%。

公司来看，22 年投行业务收入前三名为中信证券、中金公司和中信建投，收入分别为 86.5、70.1、59.3 亿元，22Q1 投行业务收入前三名为中信证券、中信建投和海通证券，收入分别为 19.8、11.0、9.1 亿元。

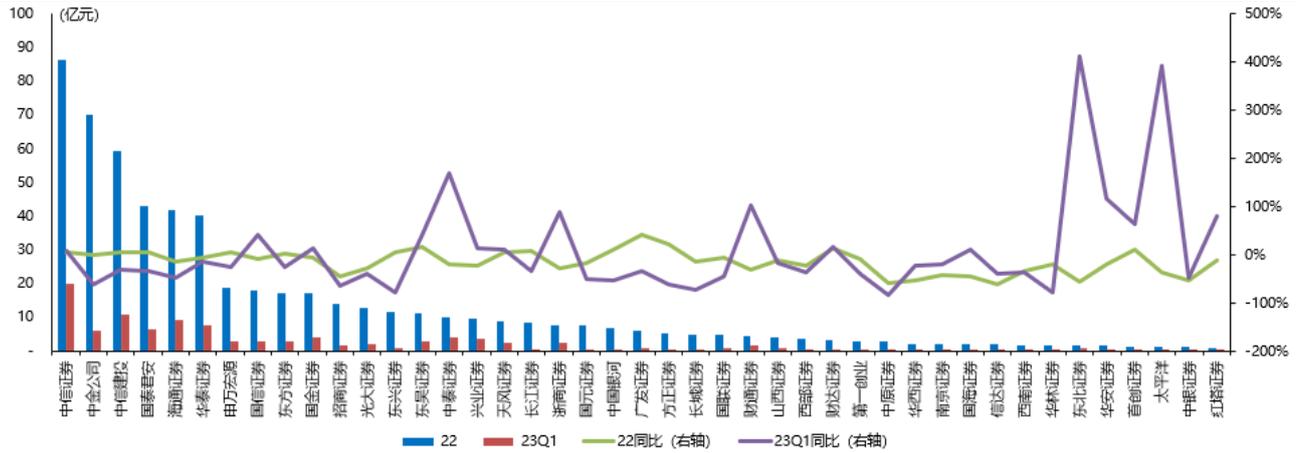
费用来看，注册制落地以来，A 股 IPO 承销保荐费整体呈稳中有升的态势。据 Wind 数据我们计算，18 年家均承销保荐费用为 0.53 亿元，23 年 1-4 月家均承销保荐费用提升至 0.73 亿元；18 年承销保荐费率为 4.0%，23 年 1-4 月家均承销保荐费率提升至 6.0%。随着新股破发数量逐渐增多，以及投行业务风控合规风险的加大，IPO 业务将愈发考验投行的定价能力与销售能力以及合规风控能力，预计费率将继续稳中有升。

图 27 上市券商 2013 年以来投行业务收入、占比及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 22 年上市券商投行业务净收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 29 各年度 IPO 首发家数及家均承销保荐费

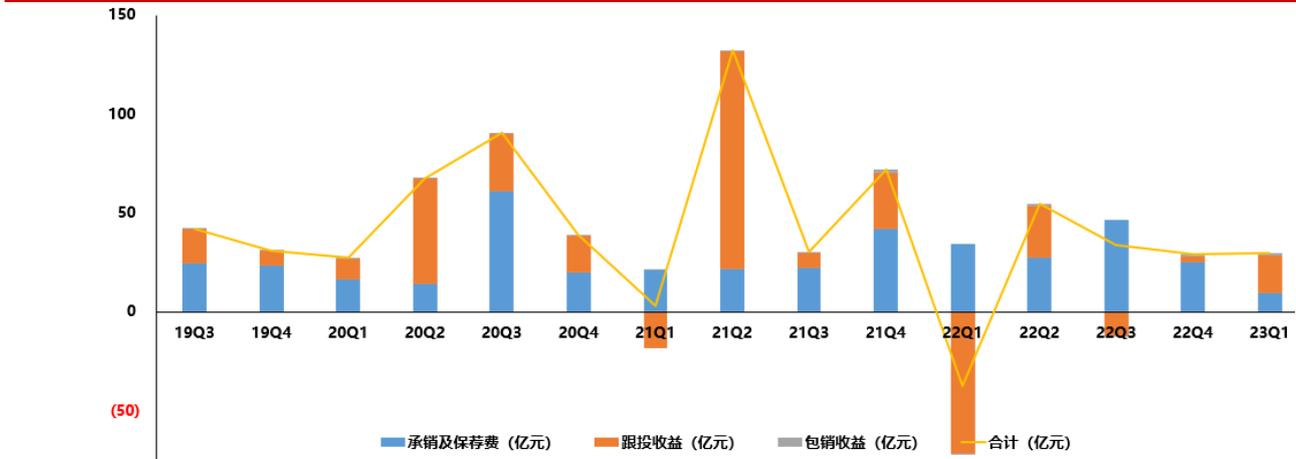
图 30 各年度 IPO 融资金额及承销保荐费率



资料来源：Wind，华西证券研究所

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 31 科创板落地至今行业各个季度承销保荐费收入及跟投收益（假设解禁后就减持）



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3 资管业务：资产管理、基金管理业务均有所下滑

资产管理、基金管理业务收入均有所下降，资产管理业务收入降幅略低于基金管理业务。22 年上市券商大资管业务收入 561.3 亿元（上市券商口径，资管+基金），同比-8%。其中资产管理净收入 249.4 亿元，同比-7%，基金管理业务净收入 311.9 亿元，同比-9%。

券商资管：资管规模下滑，费率略增。22 年四季度，行业资管业务总规模 68740 亿元，同比-17%，22 年行业资管业务收入 292.4 亿元（中国证券业协会口径），同比-8%。22 年四季度集合资管业务规模 31796 亿元，同比-13%，占比 46%；定向业务规模 31049 亿元，同比-23%，占比 45%。

22 年券商旗下基金管理业务业绩有所下滑。22 年券商基金管理业务收入最高三家为广发、中信、兴业，分别为 81.5 亿元/78.4 亿元/29.1 亿元，同比-9%/-3%/-38%。

图 32 上市券商 2013 年以来资管业务收入、占比及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 33 证券行业资管业务收入及增速

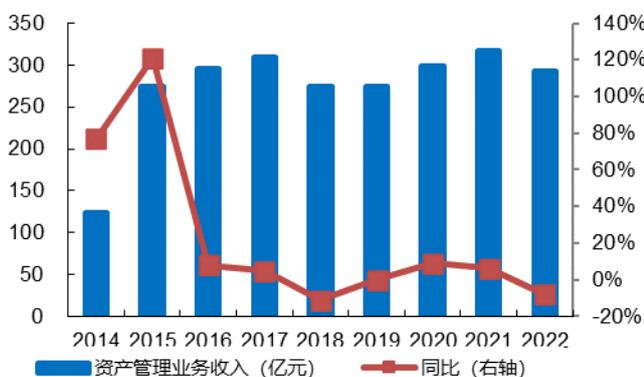
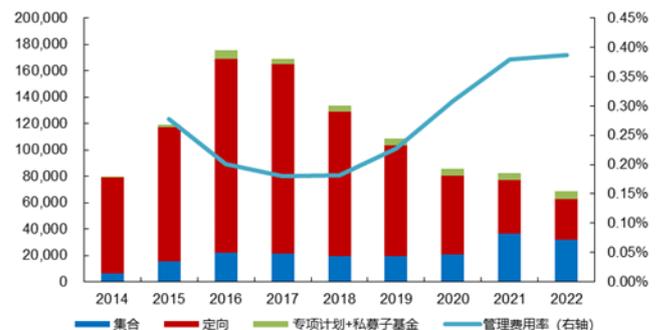


图 34 证券行业资管业务规模及管理费率



资料来源：中国证券业协会，中国证券投资基金业协会，华西证券研究所

资料来源：中国证券业协会，中国证券投资基金业协会，华西证券研究所

表 5 各家上市券商资产管理、基金管理收入（亿元）、占比及增速

	2022收入 (亿元)			同比			占比		
	资产管理	基金管理	合计	资产管理	基金管理	合计	资产管理	基金管理	合计
中信证券	31.01	78.39	109.40	-14%	-3%	-7%	28%	72%	100%
广发证券	7.86	81.53	89.39	-24%	-9%	-10%	9%	91%	100%
华泰证券	37.69	9.54	47.23	0%	183%	15%	80%	20%	100%
兴业证券	1.61	29.12	30.73	-34%	-38%	-38%	5%	95%	100%
中金公司	13.65	15.49	29.14	-11%	3%	-4%	47%	53%	100%
东方证券	26.45	1.47	27.92	-27%	8%	-26%	95%	5%	100%
海通证券	3.59	18.94	22.53	-76%	-13%	-39%	16%	84%	100%
国泰君安	7.27	9.21	16.48	-56%	549%	-8%	44%	56%	100%
光大证券	10.52	4.54	15.06	-2%	-13%	-6%	70%	30%	100%
中信建投	9.82	4.91	14.73	-2%	25%	6%	67%	33%	100%
财通证券	14.60	-	14.60	5%		5%	100%	0%	100%
信达证券	2.60	10.48	13.08				20%	80%	100%
申万宏源	6.54	5.97	12.52	-25%	17%	-9%	52%	48%	100%
第一创业	1.80	8.48	10.29	31%		644%	18%	82%	100%
天风证券	9.96	0.13	10.09	1%	-19%	0%	99%	1%	100%
东北证券	3.40	6.65	10.05	65%	-4%	12%	34%	66%	100%
国海证券	1.89	7.37	9.26	-18%	-1%	-5%	20%	80%	100%
招商证券	7.65	0.64	8.29	-21%	-7%	-20%	92%	8%	100%
中银证券	3.52	3.92	7.44	-14%	4%	-5%	47%	53%	100%
首创证券	6.60	0.05	6.64				99%	1%	100%
中泰证券	5.52	0.16	5.68	-1%	35%	0%	97%	3%	100%
华安证券	4.84	0.53	5.37	12%	27%	14%	90%	10%	100%
方正证券	2.35	2.85	5.20	-9%	45%	14%	45%	55%	100%
西部证券	0.74	4.10	4.84	223%	18%	31%	15%	85%	100%
中国银河	4.41	-	4.41	8%	-100%	-44%	100%	0%	100%
浙商证券	4.35	-	4.35	10%		10%	100%	0%	100%
国信证券	3.21	0.36	3.58	32%	-87%	-30%	90%	10%	100%
国金证券	1.39	1.93	3.32	21%	435%	120%	42%	58%	100%
东吴证券	2.01	1.14	3.15	44%	-4%	22%	64%	36%	100%
长江证券	1.19	1.08	2.26	-32%	24%	-13%	52%	48%	100%
东兴证券	0.75	1.30	2.05	-28%	404%	58%	37%	63%	100%
山西证券	1.28	0.77	2.05	46%	9%	29%	62%	38%	100%
国联证券	1.94	-	1.94	38%		38%	100%	0%	100%
华西证券	1.70	0.08	1.78	59%	-9848%	67%	95%	5%	100%
太平洋	1.47	-	1.47	26%		26%	100%	0%	100%
长城证券	0.93	0.11	1.04	-33%	10%	-31%	90%	10%	100%
国元证券	0.94	0.03	0.97	-11%	-65%	-15%	97%	3%	100%
红塔证券	0.45	0.22	0.67	-61%	-18%	-52%	68%	32%	100%
中原证券	0.47	0.12	0.59	26%	0%	19%	80%	20%	100%
南京证券	0.29	0.26	0.55	17%	-30%	-11%	53%	47%	100%
财达证券	0.53	0.01	0.53	24%	-13%	24%	99%	1%	100%
华林证券	0.39	-	0.39	33%		33%	100%	0%	100%
西南证券	0.24	0.05	0.28	5%	49%	10%	84%	16%	100%
合计	249.42	311.90	561.32	-7%	-9%	-8%	47%	53%	100%

资料来源：上市公司年报，华西证券研究所

3.4 自营业务收入：22 年大幅下降，23Q1 年扭亏大增

22 年/23Q1 上市券商自营业务收入为 1,143.7/495.1 亿元，同比-43%/扭亏（22Q1 为-19.5 亿元）。其中自营资产投入规模继续扩张，22Q1 权益市场急剧下跌导致上市券商证券投资业务整体略有亏损，而 23Q1 股、债市场均有较好表现。

1) 自营资产规模来看，近年来上市券商自营资产投资规模持续提升，其中 22 年末上市券商自营资产投资规模达到 5.4 万亿元，同比+9%，自营资产与券商净资产比例 227%，同比持平。23Q1 自营资产规模达到 5.9 万亿元，同比+15%，自营资产与券商净资产比例达到 240%。

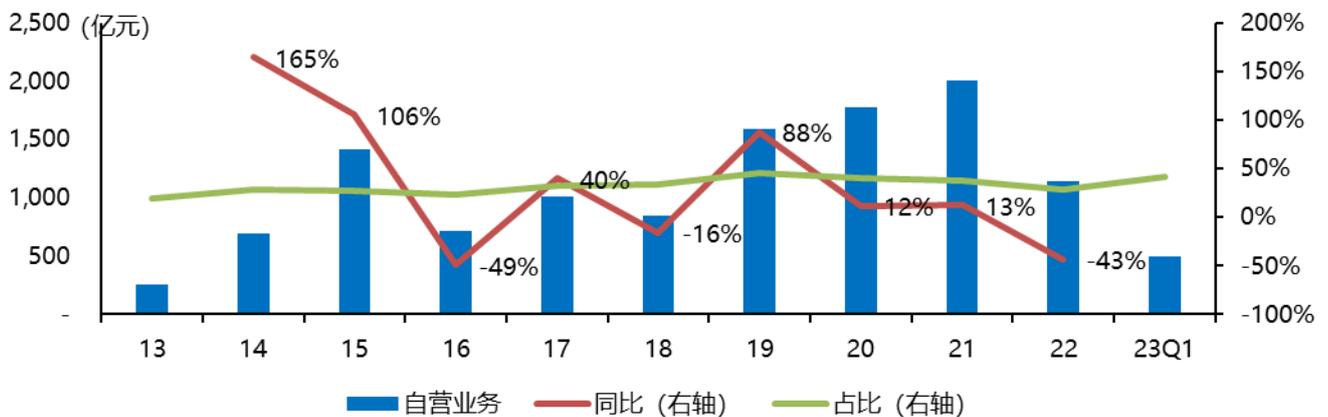
中信证券、华泰证券、国泰君安、中金公司和申万宏源自营投资规模居前 5 位，而以自营资产与净资产的比值来看，申万宏源、中金公司、中国银河居前 3 位。

2) 自营投资收益率来看，23 年/23Q1 上市券商年化投资收益率分别为 1.5%、3.5%，分别同比-60%、扭亏（去年同期-0.2%）。22 年上市券商中太平洋、山西、信达证券、中金公司四家综合投资收益率居前 4 名，23Q1 则是太平洋、天风、中泰和国金证券四家收益率排前 4 名。

3) 上市券商自营资产配置方面，根据上市券商年报统计，22 年债券类资产占比最高为 61%；其次为股票股权，占比 16%；公募基金占比 12%，银行理财、券商资管及信托计划占比 5%，其他占比 6%。

其中，股票或股权类占比最高的 5 家券商分别为中金、中信、华泰、光大证券、中国银河。

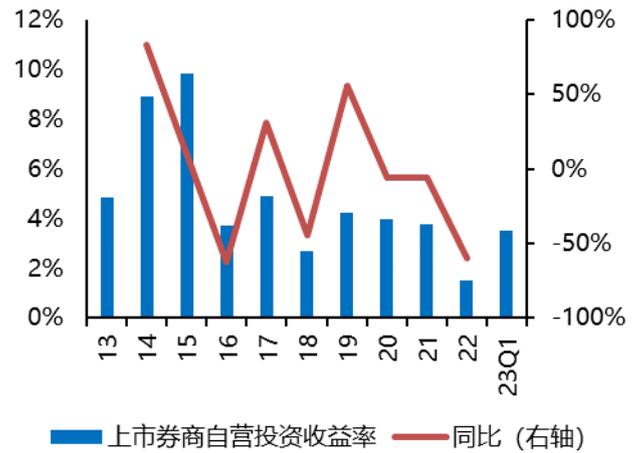
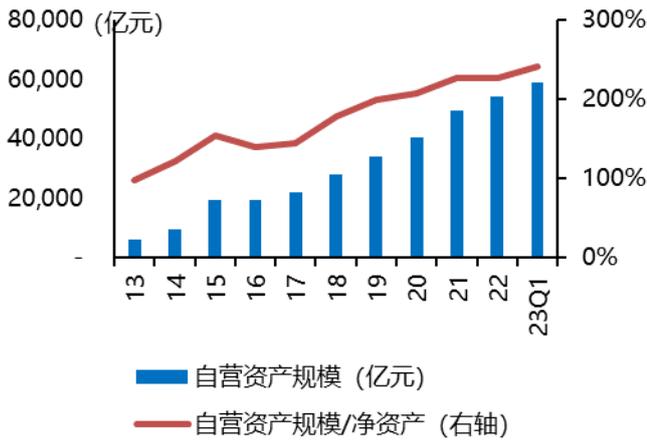
图 35 上市券商 2012 年以来自营投资收益、占比及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 36 上市券商 2012 年以来自营投资规模

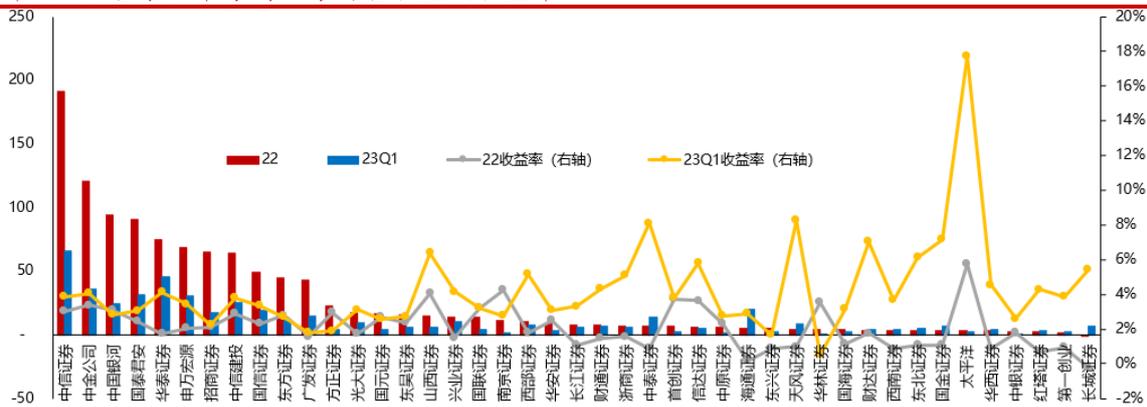
图 37 上市券商自营投资收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

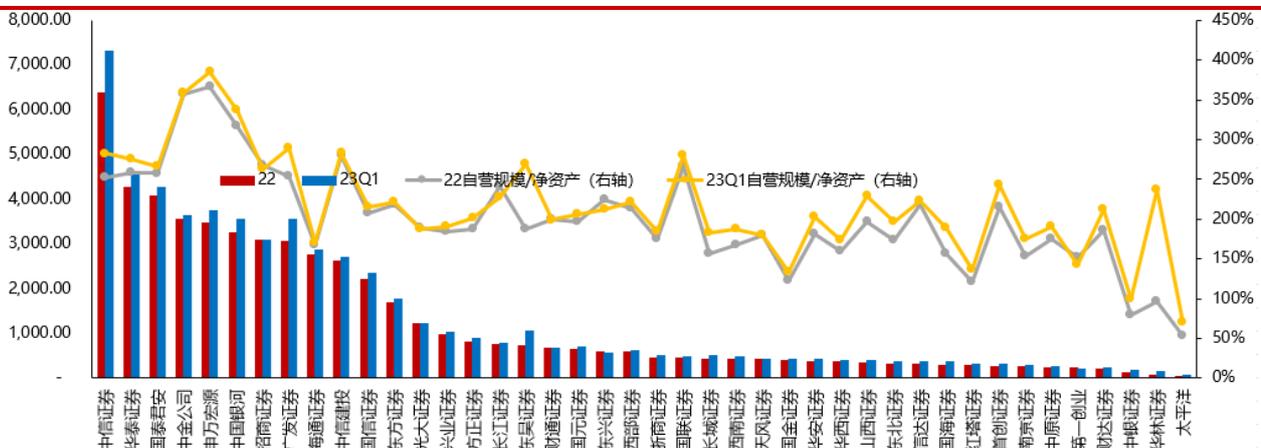
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 38 22 年/23Q1 各家上市券商证券自营收益及收益率



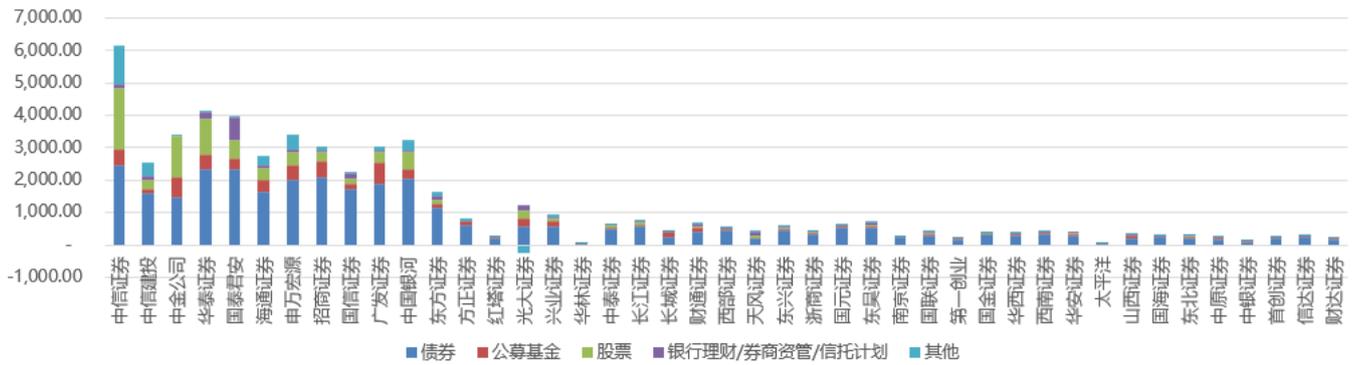
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 39 22 年/23Q1 各家上市券商证券自营规模、自营规模/净资产



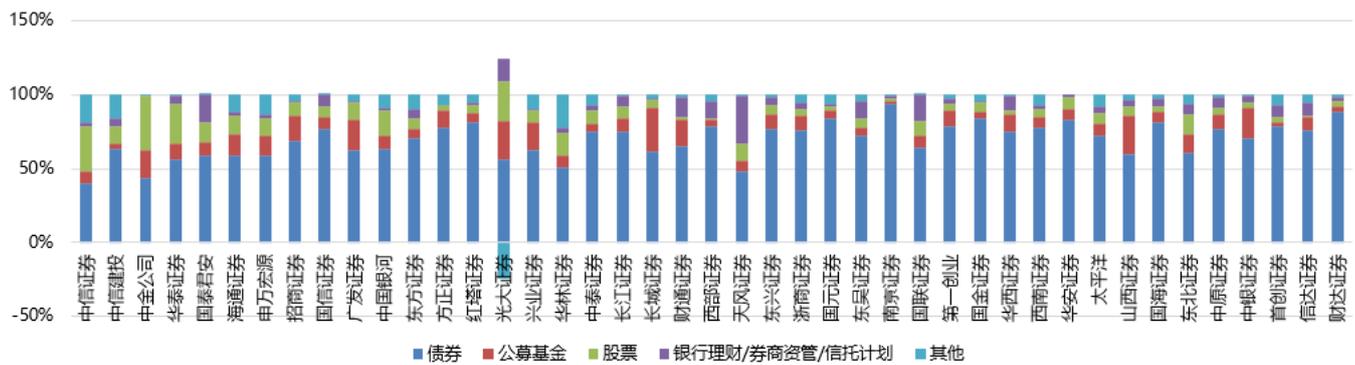
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 40 22 年各家上市券商证券自营资产配置情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 41 22 年各家上市券商证券自营各类资产占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

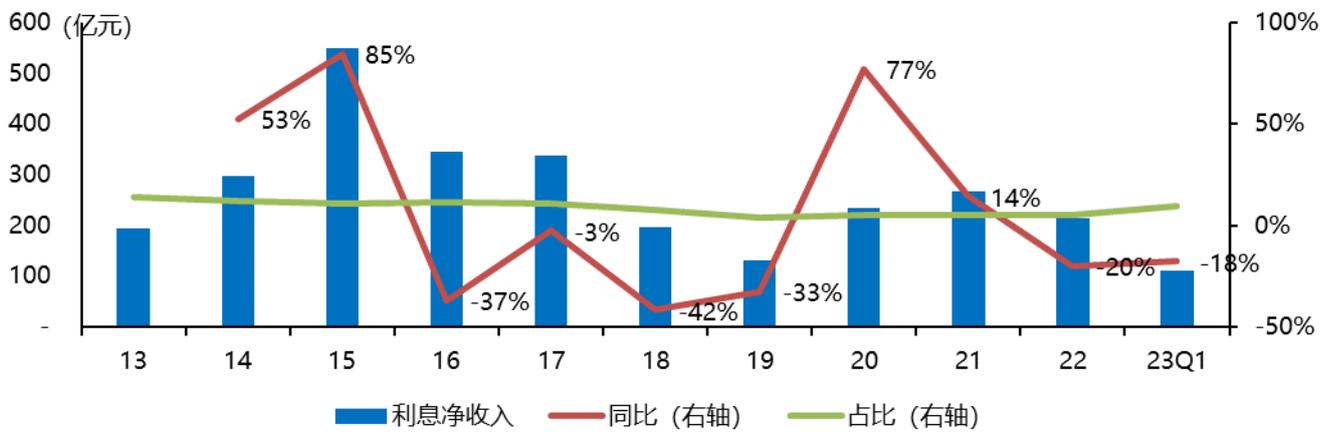
3.5 利息净收入：两融规模触底回升，股押降幅收窄至 6%

22 年/23Q1 上市券商利息净收入为 271.6/132.8 亿元，分别同比+19%/-8%。

融资融券业务规模先下降后回升，股票质押业务规模继续压降但降幅低至 6%。截至 23 年 3 月底融资融券业务规模 1.6 万亿元，22 年底券商整体表内股票质押余额为 2124 亿元。从利率来看，融出资金利率整体下降但降幅有限，买入返售利率降幅更大，当然部分原因是其中结构变化。

融资端应付短融券 19 年以来一直处于较低的水平，应付债券整体利率处于下行区间。

图 42 上市券商 2013 年以来利息净收入、占比及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 43 周度融资融券业务余额



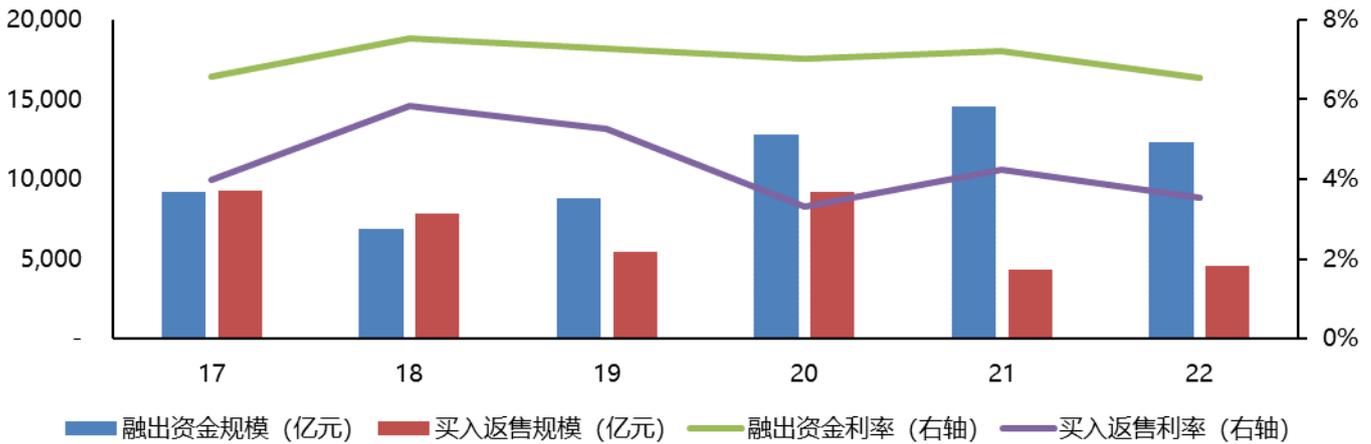
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 44 股票质押业务余额



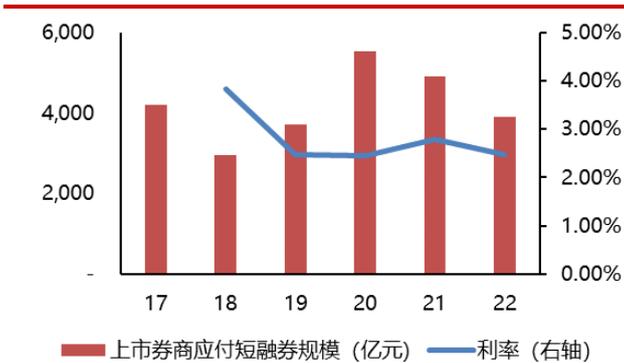
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 45 上市券商 2017 年以来融出资金、买入返售规模与利率



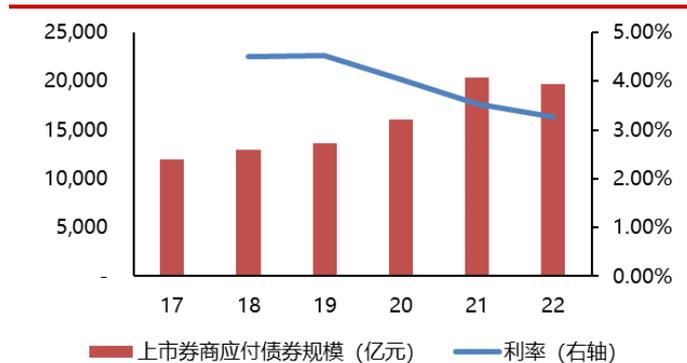
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 46 上市公司应付短融券规模与利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 47 上市公司应付债券规模与利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测：中性假设下 23 年归母净利+41%

经纪业务：截至 23 年 5 月 5 日，Wind 全 A 股票交易额同比-2.8%。鉴于 22 年交投活跃度逐季下滑，而今年经济逐渐复苏、美联储加息处于尾声等有利条件下，我们对接下来交投活跃度保持乐观。全年预计日均股基交易额 10813 亿元，同比+6%；

两融业务：23 以来随着行情转暖两融余额缓慢回升，截至 23 年 5 月 5 日周度两融日均余额 1.6 万亿元，同比-1%。鉴于上面所述今年市场的有利条件，我们预计两融余额继续回升，预计年底市场两融余额达到 1.7 万亿元。

投行业务：22 年 IPO 业务规模超过 5800 亿元，同比+8%。23 年全面注册制落地，预计全年 IPO 发行额仍有增长。全年预计 IPO 规模超过 6600 亿元，同比+13%。

大资管业务：22 年无论公募基金还是资管业务规模均有所下滑，23 年随着结构性行情的发展，净值提升与产品部分赎回压力同时存在，整体我们预计年底规模比年初有所提升，但幅度不会太大。

证券投资业务方面，22 年权益市场波动剧烈，整体收益率大幅下滑。23 年预计权益市场将有较好的表现带动整体收益率提升明显。

假设 23 年市场日均股基交易额 10813 亿元，同比+6%；年末两融余额 1.7 万亿元，日均两融余额同比-3%；IPO 规模 6632 亿元，同比+13%；假设证券投资业务收益率 4%。我们测算上市券商 22 年全年利润同比+41.2%。

表 6 关键假设（单位：亿元）

关键假设	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经纪业务					
日均交易额	11,370	10,234	10,813	11,330	11,816
佣金率	2.41	2.28	2.18	2.09	2.00
投行业务					
IPO	5,427	5,869	6,632	7,494	8,468
增发	9,083	7,229	8,209	9,321	10,584
配股	493	615	699	793	901
核心债券	73,572	57,317	60,360	63,604	67,095
资管业务					
集合资管规模日均	27,742	35,833	32,325	38,393	49,911
定向资管规模日均	51,357	35,522	31,049	35,706	46,418
专项资管规模日均	0	0	0	0	0
私募子公司	5,365	5,723	5,920	6,158	6,384
资本中介业务					
日均融资融券规模	13,802	13,556	13,139	14,662	16,371
日均股权质押规模	2,640	2,197	2,124	2,124	2,124
日均客户资金	19,342	21,504	21,618	22,565	25,314
自营业务					
平均投资资产	45,013	51,847	55,865	60,361	66,419
投资收益率	4.5%	2.2%	4.0%	4.4%	4.8%

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

表 7 盈利预测（单位：亿元）

上市券商收入利润	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,244	3,965	5,327	5,941	6,782
--经纪业务	1,394	1,138	1,150	1,154	1,152
--自营业务	2,008	1,144	2,235	2,656	3,215
--利息收入	267	213	420	447	505
--投行业务	627	582	639	702	773
--资管业务(含投资咨询)	505	464	459	558	714
--其他	444	424	424	424	424
营业支出	2,751	2,442	2,882	3,121	3,458
--营业税金及附加	36	31	38	42	48
--管理费用	2,574	2,353	2,770	2,997	3,318
--减值损失	106	47	63	70	80
--其他业务支出	0	0	0	0	0
其他	36	12	12	12	12
营业利润	2,493	1,523	2,444	2,820	3,324
所得税	517	224	611	705	831
净利润	1,976	1,299	1,833	2,115	2,493
收入增速及利润率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增速	17.3%	-24.4%	34.3%	11.5%	14.2%
--经纪业务	20.3%	-18.4%	1.1%	0.3%	-0.2%
--自营业务	12.8%	-43.0%	95.4%	18.9%	21.0%
--利息收入	14.4%	-20.1%	96.9%	6.4%	12.8%
--投行业务	6.0%	-7.1%	9.7%	9.9%	10.1%
--资管业务	28.0%	-8.0%	-1.1%	21.6%	28.0%
净利润增速	29.6%	-34.3%	41.2%	15.4%	17.9%
营业税金及附加	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费	49.1%	59.3%	52.0%	50.4%	48.9%
减值损失	2.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
其他业务支出增速	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税率	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
利润率	37.7%	32.8%	34.4%	35.6%	36.8%

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

4.2 投资建议：受益于业绩提升与中特估行情发展

当前无论从国内经济复苏情况、市场估值，还是国际货币政策环境来看，市场均处于新一轮市场行情的初期，我们非常看好证券行业今年的业绩与行情。同时券商行情还有望受益于中国特色估值体系行情的发展。

个股方面，建议关注：1) 汇金旗下大型综合性券商中金公司，招商局旗下招商证券；2) 低估值国企华泰证券、国泰君安、国联证券；3) 证券自营业绩弹性大的广发证券；4) 如果交易持续活跃关注互联网券商指南针、东方财富。

其他受益标的还包括中国银河、光大证券、国投资本；中信证券；东方证券。

4.3 风险提示

权益市场大幅波动，交易量大幅萎缩，投行及衍生品业务风控不足，资本市场改革低于预期，海外高息环境下发生黑天鹅事件。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。