

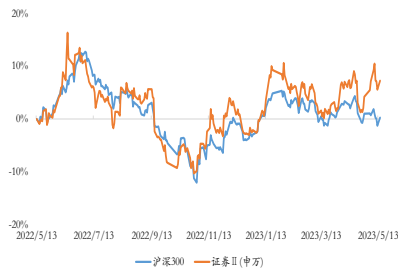
业绩显著改善，估值修复可期

相关研究：

1.《券商年报陆续披露，自营业务显著承压》 2023.4.4

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	2	4	7
绝对收益	-2	0	6

注：相对收益与沪深300相比

分析师：张智璇

证书编号：S0500521120002

Tel: 021-50295363

Email: zzl6599@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

2023Q1 券商业绩迎来拐点，盈利能力提升

2023Q1 上市券商实现营收 1349 亿元（同比+38%），实现归母净利润 430 亿元（同比+85%）。分业务看，经纪、投行、资管和信用业务收入同比均下滑，但自营业务扭亏为盈，对营收增量贡献占比达 137%，带动整体业绩反转。从占比看，经纪、投行、资管、信用、自营业务收入占调整后营收的比重分别为 22%（同比-18pct）、9%（同比-9pct）、10%（同比-5%）、9%（同比-8pct）、42%（同比+45pct）。从盈利能力看，23Q1 上市券商 ROE（未年化）为 1.84%，较 22Q1 上升 0.76pct；两融规模和金融投资资产规模环比上升，杠杆率提升至 4.04 倍。

自营投资表现亮眼，经纪和投行业务承压

经纪业务：股票成交额下降，叠加新发基金恢复较慢，导致 2022 年、2023Q1 经纪业务收入同比分别下降 18%、17%。上市券商 2022 年代销金融产品收入同比下降 27%，占经纪业务收入比重下降至 10.7%。

投行业务：由于今年一季度全面注册制落地影响发行节奏，且 22Q1 股权融资规模基数较高，导致一季度投行业务收入大幅下滑 25%。从竞争格局看，头部券商优势依然明显，一季度 IPO 规模市场份额排名前 5 的券商分别为中信证券、中信建投、海通证券、华泰证券、国泰君安，共占据 60% 的市场份额。

资管业务：券商资管规模小幅下降，公募基金业务承压，2022 年、2023Q1 资管业务收入分别同比下降 8%、2%。

信用业务：2022 年、2023Q1 利息净收入分别同比下降 4%、18%。一方面，2023 年 3 月末两融余额较 2022 年末回升 4%，但 23Q1 日均两融余额较 22Q1 同比下降 10%。另一方面，股票质押股数持续下降，今年 3 月末同比去年下降 5%。预计随着市场风险偏好回升，叠加 4 月中证金融下调证券公司保证金比例，提升资金使用效率，两融业务将逐步改善。

自营业务：2023Q1 上市券商自营业务收入较去年同期扭亏为盈，主要得益于权益市场回暖，投资规模和收益率显著回升。今年一季度万得全 A 上涨 6.47%（去年同期下跌 3.25%），权益市场回暖带动券商金融资产规模回升，23Q1 上市券商金融投资规模较 22 年末环比增长 9%。同时，投资收益率由负转正，带动自营收入扭亏为盈。

投资建议

随着市场回暖，自营业务将逐步改善，注册制落地将带动投行业务恢复增长，预计今年券商业绩将明显改善。当前券商板块 PB 仅 1.24x，处于历史的 10%分位，行业业绩复苏有望推动板块估值修复，建议关注财富管理 and 注册制背景下投行业务优势明显的头部券商，维持行业“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行风险；二级市场大幅下跌风险；行业竞争加剧风险等。

1 业绩概览

43 家上市券商（不含金控公司和东方财富）2022 年实现营收 4904 亿元（同比-24%），实现归母净利润 1272 亿元（同比-34%）。2022 年券商业绩整体承压，主要因市场大幅下跌导致自营业务同比-53%，对营收的拖累占比达到 59%。随着 11 月以来市场企稳回升，券商业绩也显著改善。2023Q1 上市券商实现营收 1349 亿元（同比+38%），实现归母净利润 430 亿元（同比+85%）。分业务看，2023Q1 经纪、投行、资管和信用业务收入同比均下滑，但自营业务扭亏为盈，对营收增量贡献占比达 137%，带动整体业绩反转。

表 1 上市券商分项业务收入（百万元）

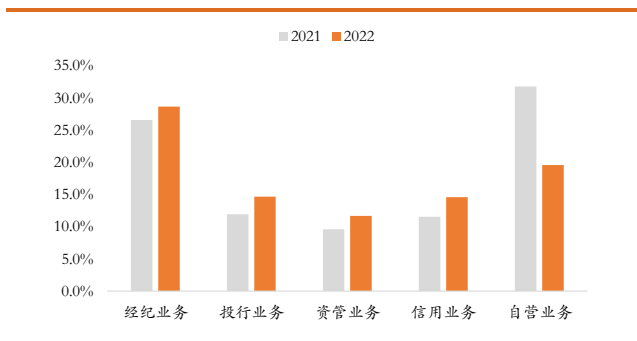
	2022	同比	增量贡献度	2023Q1	同比	增量贡献度
营业收入：	490,452	-23.6%	100%	134,892	+38.5%	100%
经纪业务	113,779	-18.4%	17.0%	25,199	-16.7%	-13.5%
投行业务	58,245	-7.1%	2.9%	10,520	-24.7%	-9.2%
资管业务	46,420	-8.0%	2.7%	11,120	-2.4%	-0.7%
信用业务	57,940	-4.4%	1.8%	10,975	-17.8%	-6.3%
自营业务	77,777	-53.4%	59.0%	49,508	不适用	137.2%
归母净利润	127,248	-33.7%	-	42,970	+85.4%	-

资料来源：Wind，湘财证券研究所

注：自营业务收入=投资净收益-联营合营投资收益+公允价值变动净收益

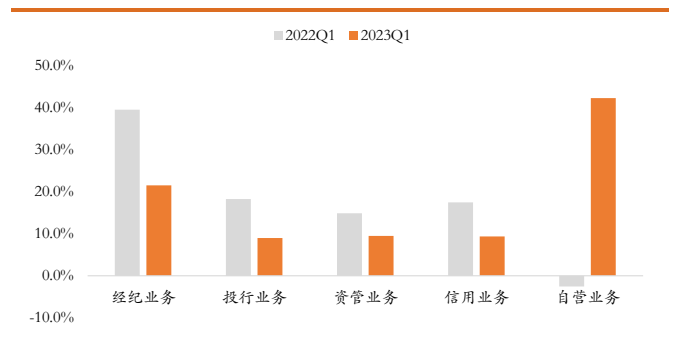
从各业务占比来看，2022 年经纪、投行、资管、信用、自营业务收入占调整后营收比重分别为 29%（同比+2pct）、15%（同比+3pct）、12%（同比+2pct）、15%（同比+3pct）、20%（同比-12pct）。2023Q1 经纪、投行、资管、信用、自营业务收入占调整后营收比重分别为 22%（同比-18pct）、9%（同比-9pct）、10%（同比-5%）、9%（同比-8pct）、42%（同比+45pct）。

图 1 2022 年上市券商各项业务收入占比



资料来源：Wind，湘财证券研究所

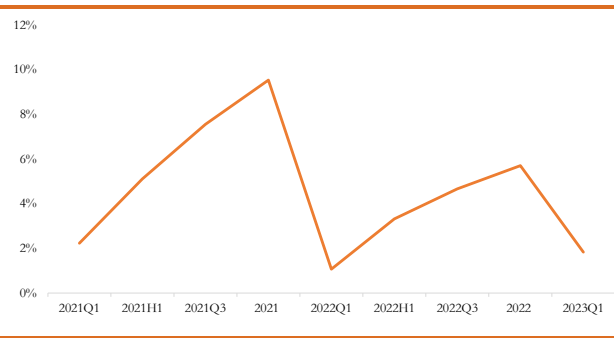
图 2 2023Q1 上市券商各项业务收入占比



资料来源：Wind，湘财证券研究所

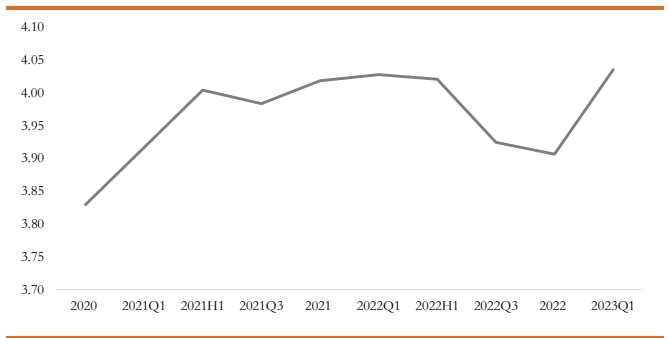
从盈利能力看,2022年上市券商ROE为5.71%,较2021年下降3.83pct;2023Q1上市券商ROE(未年化)为1.84%,较2022Q1上升0.76pct,但仍然低于2021Q1。2022年上市券商去杠杆,杠杆率(剔除代理买卖证券款)从2021年的4.02倍下降至3.91倍。2023Q1市场回暖带动两融规模和金融投资资产规模环比上升,杠杆率提升至4.04倍。

图 3 上市券商 ROE (未年化)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 4 上市券商杠杆率 (剔除代理买卖证券款)



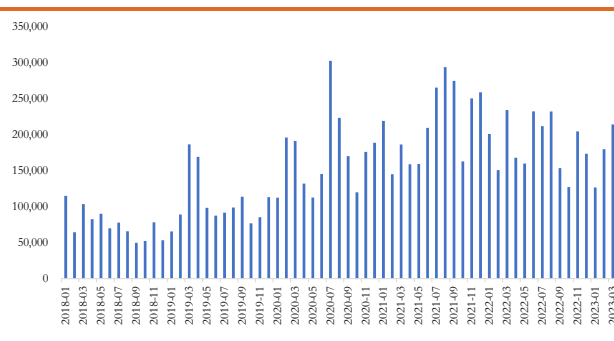
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

2 各项业务分析

2.1 经纪业务

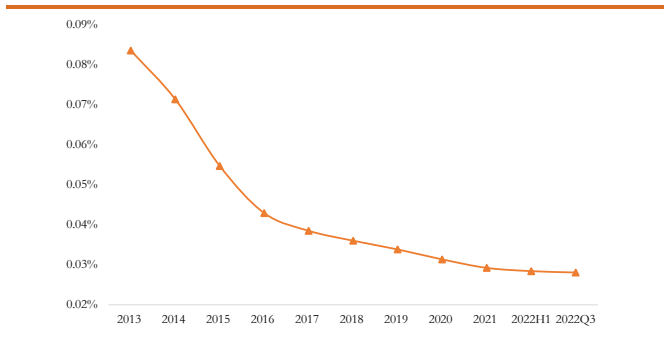
股票成交额下降,叠加新发基金恢复较慢,导致2022年、2023Q1经纪业务收入同比分别下降18%、17%。从市场成交额来看,2022年沪深两市股票成交额同比下降13%,尤其是22Q3和Q4同比分别下降28%和25%。随着市场回暖,23Q1在去年同期高基数下降幅收窄至11%。同时,佣金率仍在继续下降,根据证券业协会最新数据测算,22Q3降至0.0231%。

图 5 沪深两市股票成交额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

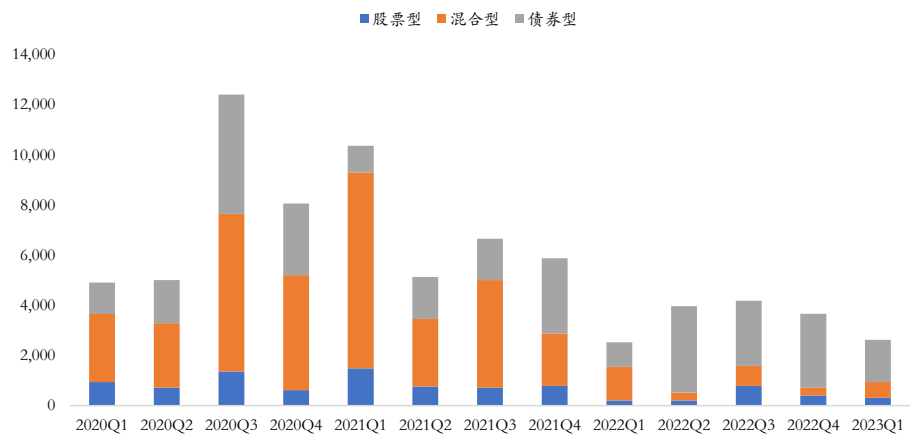
图 6 证券行业佣金率



资料来源: Wind, 证券业协会, 湘财证券研究所

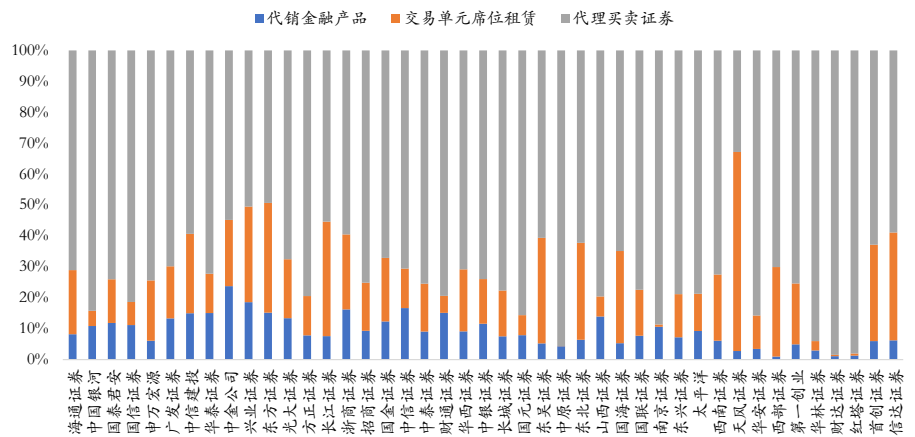
从新发基金来看，2022 年股票型、混合型和债券型基金发行份额同比下降 49%。尽管 2023Q1 发行份额同比增长 3.6%，但环比下降 28%，并且 2022Q1 基数较低，导致代销金融产品业务整体承压。43 家上市券商 2022 年代销金融产品收入同比下降 27%，占经纪业务收入比重下降至 10.7%，较 2021 年占比下降 1.2pct。

图 7 基金发行份额 (亿份)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 8 上市券商 2022 年经纪业务各项收入占比



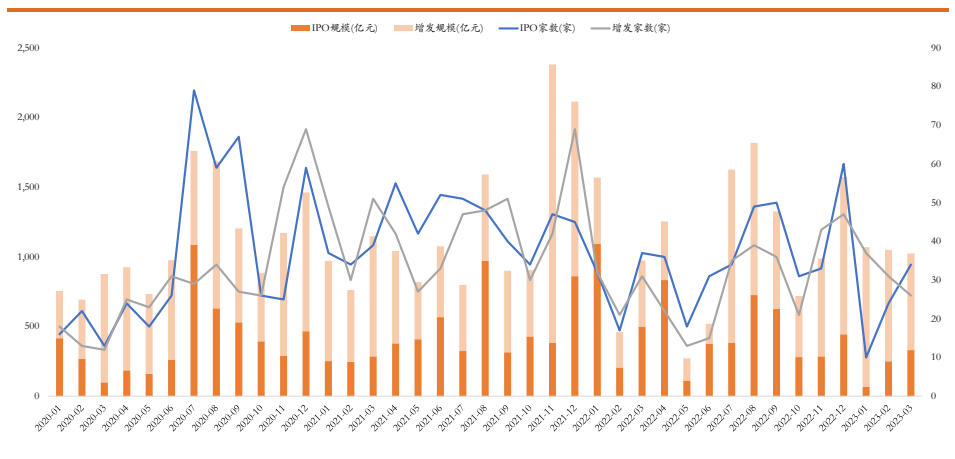
资料来源：公司年报，湘财证券研究所

2.2 投行业务

2022年和2023Q1上市券商实现投行业务收入分别同比下降7%、25%，主要受股权承销规模下降影响。2022年股权融资规模同比下降7%，其中IPO规模同比增长8%，再融资规模同比下降14%。此外，由于今年全面注册制落地影响发行节奏，且22Q1股权融资规模基数较高，2023Q1股权融资规模同比下降15%，尤其是IPO规模大幅下降64%，导致投行业务收入大幅下滑。

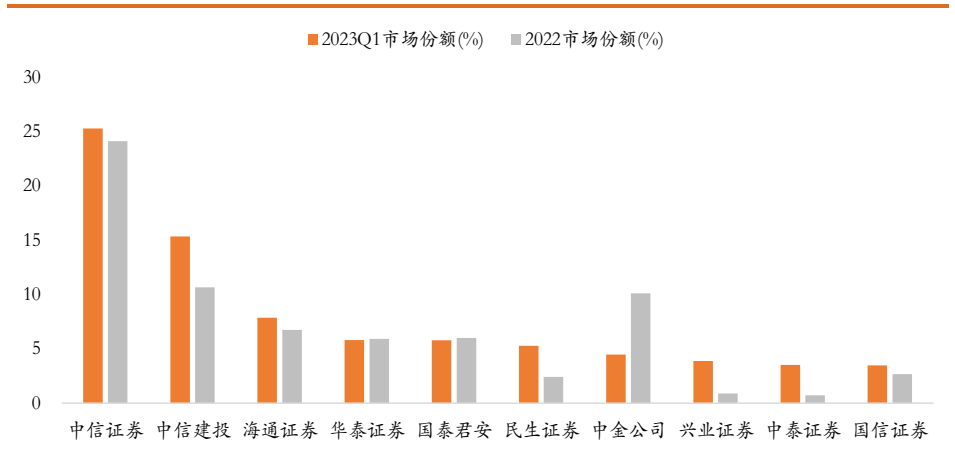
从竞争格局来看，头部券商优势依然明显，市场集中度进一步提升。今年一季度IPO规模市场份额排名前5的券商分别为中信证券、中信建投、海通证券、华泰证券、国泰君安，共占据60%的市场份额。

图 9 股权融资规模 (亿元)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 10 IPO 规模市场份额

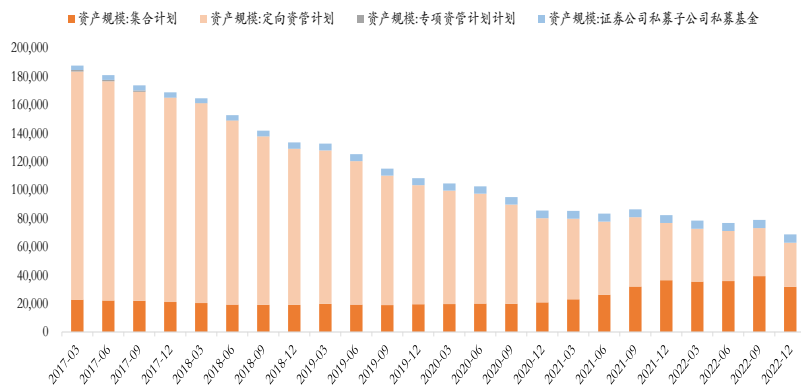


资料来源：Wind，湘财证券研究所

2.3 资管业务

券商资管规模小幅下降，公募基金业务承压，2022年、2023Q1 资管业务收入分别同比下降 8%、2%。根据基金业协会数据，2022 年四季度末券商资管业务规模为 6.87 万亿（环比-13%、同比-17%），其中集合计划规模为 3.18 万亿（环比-19%、同比-13%），定向资管计划规模为 3.1 万亿（环比-8%、同比-23%）。此外，由于基金发行规模仍较少，券商旗下公募基金业务承压。

图 11 券商资产管理业务规模（单位：亿元）

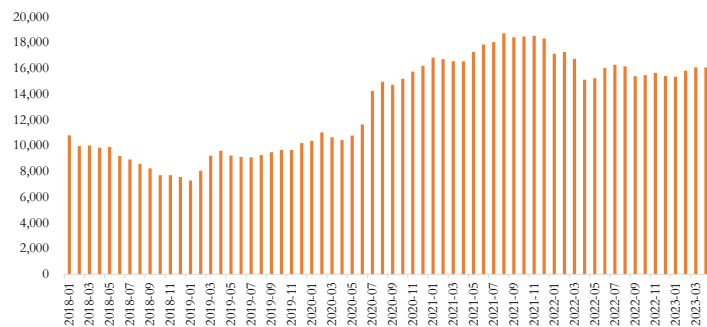


资料来源：基金业协会，湘财证券研究所

2.4 信用业务

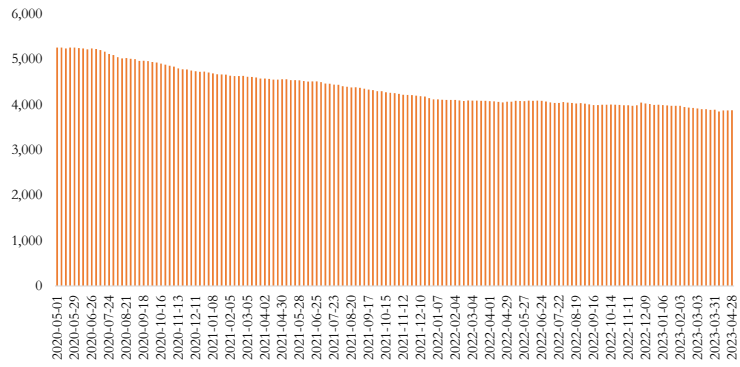
两融和股票质押业务规模下降，2022年、2023Q1 利息净收入分别同比下降 4%、18%。一方面，2023 年 3 月末两融余额较 2022 年末回升 4%，但 23Q1 日均两融余额较 22Q1 同比下降 10%。另一方面，股票质押股数持续下降，今年 3 月末同比去年下降 5%。预计随着市场风险偏好回升，叠加 4 月中证金融下调证券公司保证金比例，提升资金使用效率，两融业务将逐步改善。

图 12 融资融券余额（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 13 股票质押股数 (亿股)



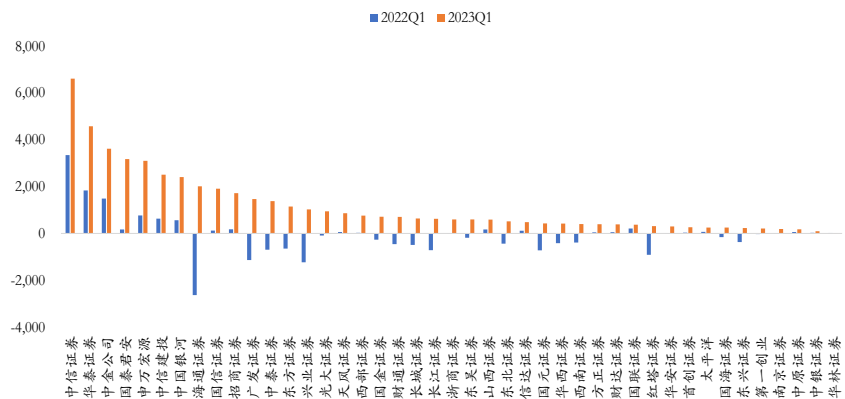
资料来源：Wind，湘财证券研究所

2.5 自营业务

2023Q1 上市券商自营业务收入较去年同期扭亏为盈，主要得益于权益市场回暖，投资规模和收益率显著改善。2022 年共有 7 家上市券商的自营业务亏损，而 2023Q1 全部实现正收益。23Q1 自营投资收入排名前 5 的券商分别为中信证券 (66.1 亿元)、华泰证券 (45.8 亿元)、中金公司 (36.2 亿元)、国泰君安 (31.8 亿元)、申万宏源 (31 亿元)。可以看到头部券商自营业务在去年市场剧烈波动阶段能够保持较稳定的盈利能力，今年市场回暖亦展现出较强的业绩弹性。

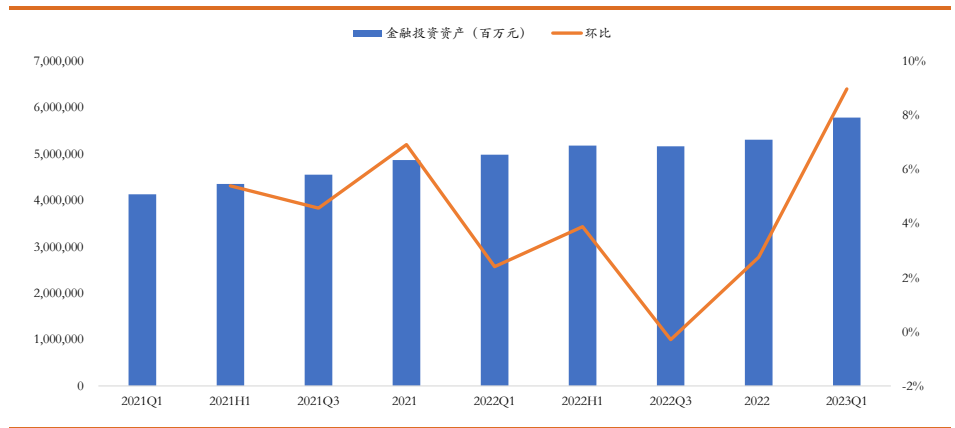
今年一季度万得全 A 上涨 6.47% (去年同期下跌 3.25%)，带动券商金融资产规模回升，23Q1 上市券商金融投资规模较 22 年末环比增长 9%。另一方面，投资收益率由负转正，带动自营收入扭亏为盈。

图 14 上市券商 2023Q1 自营业务收入 (百万元)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 15 上市券商金融投资资产规模



资料来源：Wind，湘财证券研究所

3 投资建议

随着市场回暖，自营业务将逐步改善，注册制落地将带动投行业务恢复增长，预计今年券商业绩将明显改善。当前券商板块 PB 仅 1.24x，处于历史的 10%分位，行业业绩复苏有望推动板块估值修复，建议关注财富管理和注册制背景下投行业务优势明显的头部券商，维持行业“增持”评级。

4 风险提示

宏观经济下行风险；二级市场大幅下跌风险；行业竞争加剧风险等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。