

证券 II

2023 年 05 月 16 日

自营是业绩胜负手，看好手续费收入改善

——证券行业 2022 年及 2023 一季报综述

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

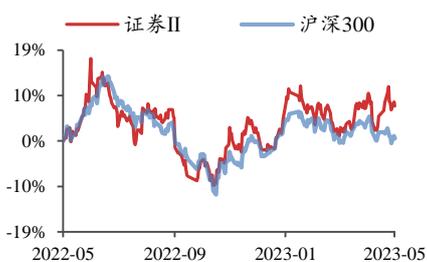
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《独立三方平台市占率提升，居民财富迁移趋势开启—2023Q1 基金销售渠道数据点评》-2023.4.29

《两上市券商竞拍民生证券控股权，标的投行优势突出—行业点评报告》-2023.3.14

《看好互联网券商和大财富管理主线投资机会—经济复苏下券商板块选股思路》-2023.2.21

● 自营是业绩胜负手，看好手续费收入同比改善

2022 年/2023Q1 上市券商归母净利润 1252/424 亿，同比-34%/+86%，年化 ROE 分别为 5.72%/7.38%。2022 年股市下跌、交易量萎缩，自营投资严重拖累业绩表现，券商手续费收入（经纪、投行、资管）均同比下降。2023Q1 券商自营投资同比明显改善驱动业绩高增，手续费收入同比仍承压。2023 年经济复苏，权益资产表现向好，居民储蓄逐渐流向理财产品，券商受益于权益资产弹性和财富管理线复苏。4 月以来，市场交易量、基金新发、IPO 数据边际提升明显，看好全年券商手续费收入改善。截止 2023 年 5 月 5 日，券商 PB/PE 估值分别为 1.35/20.1 倍，位于 2013 年以来 17%/34%，2023Q1 主动型基金重仓股中券商板块占比 1.09%，板块估值和机构持仓均处历史低位。

推荐标的：（1）低估值+盈利高弹性，大财富管理利润贡献较高，受益于基金市场回暖。受益标的：兴业证券，东方证券，广发证券。（2）互联网券商，受益于交易量和基金活跃度提升，受益于 AI 主线。受益标的：指南针，同花顺，东方财富。（3）低估值央国企头部券商，盈利景气度向好。受益标的：中国银河。（4）券商三方导流政策放开后潜在受益标的。受益标的：财通证券，招商证券。

● 2022/2023Q1 经纪、投行、资管业务收入同比承压

（1）经纪：2022/2023Q1 上市券商经纪业务同比-18%/-17%，主要受全市场交易活跃度同比下降以及基金新发遇冷的影响。2022/2023Q1 全市场日均股基成交额分别同比-9.9%/-9.3%，偏股新发同比-79%/-40%。

（2）投行：2022/2023Q1 上市券商投行业务分别同比-7%/-25%，IPO 收入同比+8%/-64%，IPO 规模同比+8%/-64%，IPO 业务全年保持增长，一季度全市场规模萎缩造成 IPO 收入下滑。集中度来看，头部券商 IPO 市占率持续提升。

（3）资管：2022/2023Q1 上市券商资管业务同比-9/-2%。2022 年 45 家样本公募基金净利润同比-14%，净利润集中度有所下降。2023Q1 非货和偏股 AUM 集中度环比下降。2022 年基金公司净利率下降，头部基金公司净利率高于行业。2022 年券商业绩受投资拖累，公募业务相对稳定，利润占比被动提升。

● 自营业务是 2022 年和 2023Q1 券商业绩核心影响因素

（1）2022 年股市下跌导致自营拖累业绩，2023 一季度资本市场回暖自营明显改善。2022 年/2023Q1 上市券商投资收益（含公允价值变动损益）分别为 873/516 亿，同比-51%/同比扭亏，占调整后收入 22%/45%。2022/2023Q1 年化自营投资收益率分别 1.93%/4.80%，同比-2.8/+4.8pct，自营投资收益率受股市债市影响波动明显。2022/2023Q1 末，上市券商自营金融资产规模 4.0/4.4 万亿，同比+4%/+12%。结构看，2022 年债券投资为主占比 58%，债券和衍生品类资产占比同比+2.1/+0.4pct。长江证券/太平洋/中泰证券/国金证券/天风证券/华泰证券等自营驱动一季报超预期。

（2）利息净收入：2022/2023Q1 上市券商利息净收入分别同比-4%/-18%。2023Q1 市场日均两融余额 1.59 万亿，同比-6%，较年初+2%。2023Q1 负债端成本小幅提升，短期融资券/3 年/5 年证券公司债券利率 2.75%/3.14%/3.37%，较 2022Q4 环比+0.25/+0.22/+0.20pct。

● 风险提示：市场波动风险；财富管理业务增长不及预期。

目 录

1、 2023Q1 上市券商自营投资改善驱动业绩同比高增.....	4
2、 轻资本业务：2022 年/2023Q1 经纪、投行、资管同比下滑.....	6
3、 重资本业务：2023Q1 自营同比改善，两融业务向好.....	18
4、 投资结论.....	27
5、 风险提示.....	30

图表目录

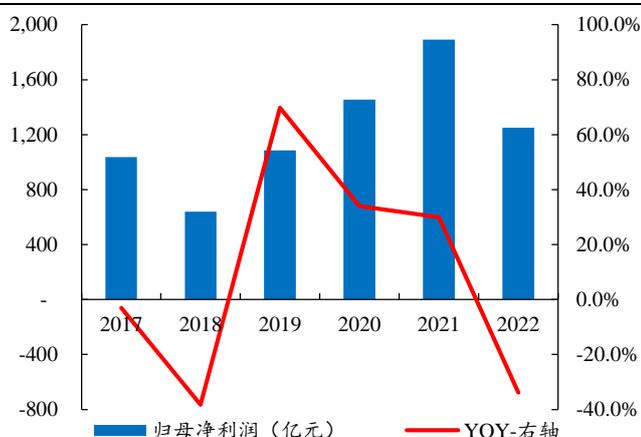
图 1： 2022 年上市券商净利润同比-34%.....	4
图 2： 2023Q1 上市券商净利润同比+86%，环比+81%.....	4
图 3： 2022 年/2023Q1 上市券商年化 ROE 5.72%/7.35%.....	4
图 4： 2022 年/2023Q1 上市券商杠杆率 3.90/4.01 倍.....	4
图 5： 2022/2023Q1 日均股基成交额同比-9.9%/-9.3%.....	7
图 6： 2022 前三季度证券行业佣金率 0.0234%.....	7
图 7： 2022 年/2023Q1 市场偏股基金新发份额同比-79%/-40%.....	7
图 8： 2022/2023Q1 全市场 IPO 规模同比+8%/-64%.....	10
图 9： 2022/2023Q1 全市场 IPO 单数同比-18%/-21%.....	10
图 10： 2017 年起三中一华 IPO 规模市占率呈提升趋势.....	10
图 11： 2017 年起三中一华 IPO 单数市占率呈提升趋势.....	10
图 12： 2022/2023Q1 债券承销规模同比-6%/+2%.....	11
图 13： 2022/2023Q1 再融资规模同比-20%/+52%.....	11
图 14： 2023Q1 未集合资管规模同比-22%，定向资管规模同比-17%.....	13
图 15： 2022 年上市券商资管净收入同比-9%.....	14
图 16： 2023Q1 上市券商资管净收入同比-2%.....	14
图 17： 2022 基金公司净利润同比-13.7%.....	16
图 18： 2022 基金公司净利润集中度有所下降.....	16
图 19： 头部基金公司盈利能力更强，业绩稳定性高.....	17
图 20： 2023Q1 非货 AUM 集中度有所下降.....	17
图 21： 2023Q1 偏股 AUM 集中度环比有所下降.....	17
图 22： 2022 年沪深 300 中证综债-21.6%/3.3%，2023Q1 分别+4.6%/+0.9%.....	20
图 23： 2022/2023Q1 上市券商年化自营投资收益率 1.93%/4.58%，同比-2.8/+4.8pct.....	21
图 24： 2022 年两融日均余额同比-15%.....	24
图 25： 2022 年上市券商股票质押规模同比-4%.....	24
图 26： 2023Q1 券商债务融资成本环比下降.....	24
图 27： 券商板块/头部券商 PB 估值处于低位.....	29
表 1： 2022 年自营板块同比-53%，拖累归母净利润同比-34%，2023Q1 自营明显改善驱动归母净利润同比+86%.....	5
表 2： 头部券商全年自营表现相对稳健，上市券商一季度自营同比改善带动业绩修复.....	6
表 3： 2022 年 40 家上市券商代销产品收入同比-27%，利润贡献 5%，较 2021+0.4pct.....	7
表 4： 2022/2023Q1 年 40 家上市券商经纪业务净收入同比-18%/-17%.....	8
表 5： 2022/2023Q1 40 家上市券商投行业务净收入分别同比-6.8%/-24.9%.....	11
表 6： 头部券商和国金证券、民生证券等投行特色券商 IPO 储备较丰富.....	12
表 7： 2022/2023Q1 上市券商受托资管业务净收入同比-9%/-2%，一季度表现分化.....	14

表 8: 2022 年样本公募基金中位数营收同比-4%，净利润同比-11%，净利率-3pct.....	16
数据来源: Wind、开源证券研究所.....	17
表 9: 2022 年参控股公募基金贡献较高利润.....	17
表 10: 2022/2023Q1 上市券商自营年化投资收益率分别 1.93%/4.58%，同比-2.75pct/4.80pct	19
表 11: 2022 年上市券商债券类/权益类/衍生品类/其他类占比+2.1pct/-0.8pct/+0.4pct/-1.7pct.....	21
表 12: 2022 年上市券商直投+跟投合计利润贡献同比-62%，利润贡献占比-5.6%	22
表 13: 2023Q1 科创板跟投浮盈改善.....	23
表 14: 2022/2023Q1 上市券商合计利息净收入分别同比-4%/-18%	24
表 15: 2022 年两融业务萎缩，头部券商两融市占率仍保持稳定.....	25
表 16: 2022 年 40 家上市券商大财富管理合计贡献 22% 利润，同比+5pct	27
表 17: 2022 年上市券商大投行利润贡献 19.7%，同比-5pct.....	28
表 18: 受益标的估值表	30

1、2023Q1 上市券商自营投资改善驱动业绩同比高增

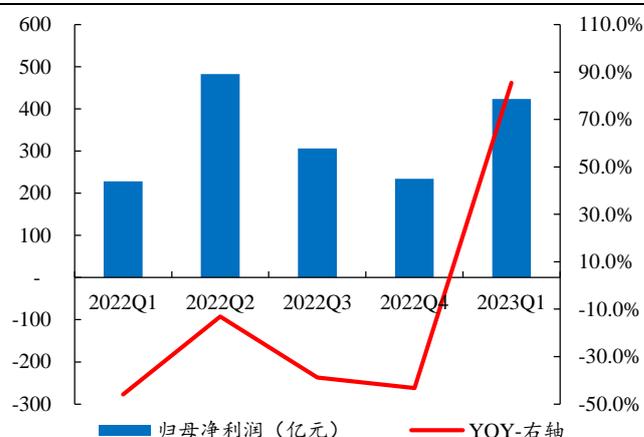
2022 年/2023Q1 上市券商归母净利润同比-34%/+86%，自营投资是核心变量。(1) 考虑到数据连续性，扣除财达证券、首创证券、信达证券后 40 家上市券商（下文未特殊指明处均指代 40 家上市券商）2022 年/2023Q1 归母净利润分别 1252/424 亿，同比-34%/+86%。2022/2023Q1 年化 ROE 分别 5.72%/7.35%，权益乘数（扣除客户保证金）分别为 3.90/4.01 倍，同比-3%/-1%。(2) 各业务来看，2022 年上市券商经纪/投行/资管/利息净收入/自营分别同比-18%/-7%/-9%/-53%/-4%，自营为全年业绩最大拖累。2023Q1 投资收益同比明显改善驱动板块利润高增，经纪/投行/资管/利息净收入分别-17%/-25%/-2%/-18%，自营业务扭亏为盈至 484 亿(2022Q1 亏损 22 亿)。2023Q1 年化自营投资收益率 4.58%，优于 2022Q1 的-0.22%，略低于 2022Q2 的 5.05%。

图1：2022 年上市券商净利润同比-34%



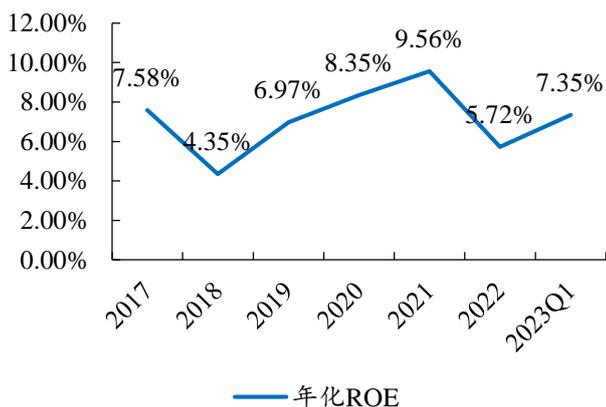
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1 上市券商净利润同比+86%，环比+81%



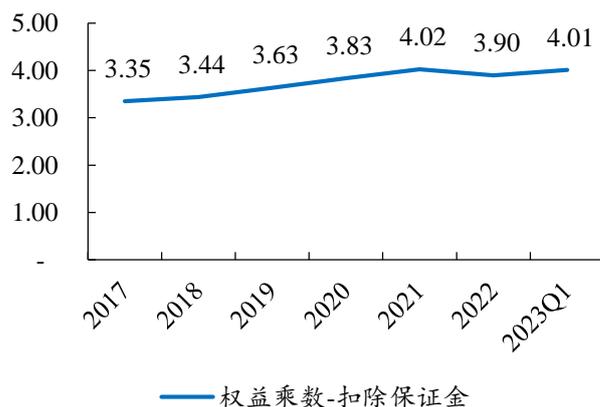
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年/2023Q1 上市券商年化 ROE 5.72%/7.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年/2023Q1 上市券商杠杆率 3.90/4.01 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2022年自营板块同比-53%，拖累归母净利润同比-34%，2023Q1自营明显改善驱动归母净利润同比+86%

40家上市券商合计	2021A			2022A			2023Q1		
	金额(亿元)	YOY	占调整后收入比重	金额(亿元)	YOY	占调整后收入比重	金额(亿元)	YOY	占调整后收入比重
经纪业务	1,373	20%	26.6%	1,120	-18%	28.7%	248	-17%	21.8%
投行业务	618	7%	12.0%	576	-7%	14.8%	104	-25%	9.1%
资管业务	499	28%	9.7%	454	-9%	11.7%	109	-2%	9.6%
投资业务	1,797	14%	34.8%	873	-51%	22.4%	516	扭亏为盈	45.2%
其中：自营投资收益	1,642	13%	31.8%	764	-53%	19.6%	484	扭亏为盈	42.4%
对联营、合营企业的投资收益	155	26.8%	3.0%	109	-30%	2.8%	32	107.7%	2.8%
利息净收入	600	12%	11.6%	575	-4%	14.7%	109	-18%	9.6%
其他业务净收入	276	52%	5.3%	301	9%	7.7%	63	-18%	5.5%
调整后营业收入	5,163	17%		3,899	-24%		1,141	52%	
其他收入	1,444	50%		1,239	-14%		241	-15%	
营业收入合计	6331	22%		4838	-24%		1327	38%	
营业税金及附加	35	14%	0.7%	30	-14%	0.8%	7	-7%	0.6%
管理费用	2,530	20%	49.0%	2,313	-9%	59.3%	603	29%	52.9%
信用减值及其他资产减值损失	140	-59%	2.7%	58	-58%	1.5%	3	-221%	0.3%
其他业务成本	1,168	49%	22.6%	939	-20%	24.1%	178	-14%	15.6%
营业支出	3,873	19%		3,340	-14%		792	17%	
营业利润	2,458	27%		1,497	-39%		536	91%	
净利润	1,948	29%		1,277	-34%		440	84%	
归母净利润	1,891	30%		1,252	-34%		424	86%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：投资业务收入=投资收益+公允价值变动损益；调整后营业收入=营业总收入-其他业务成本；

自营投资收益=投资收益+公允价值变动损益-对联营企业和合营企业的投资收益；其他业务净收入=其他业务收入-其他业务成本

2022年中信证券、中国银河、中金公司等头部券商自营表现优于行业。2023Q1长江证券、太平洋、中泰证券、国金证券、天风证券、华泰证券自营驱动业绩超预期。

(1) 2022年中信证券/中国银河/中金公司自营业务分别同比-22%/-22%/-28%，降幅明显优于全行业降幅53%，归母净利润分别同比-8%/-23%/-30%，衍生品业务具有优势、投资能力突出、债权类资产占比较高，全年自营业务表现稳健；(2) 2023Q1长江证券/太平洋/中泰证券/国金证券/天风证券/华泰证券自营投资收益分别同比扭亏/+255%/扭亏/扭亏/+1284%/+149%，自营驱动2023Q1归母净利润改善。

表2：头部券商全年自营表现相对稳健，上市券商一季度自营同比改善带动业绩修复

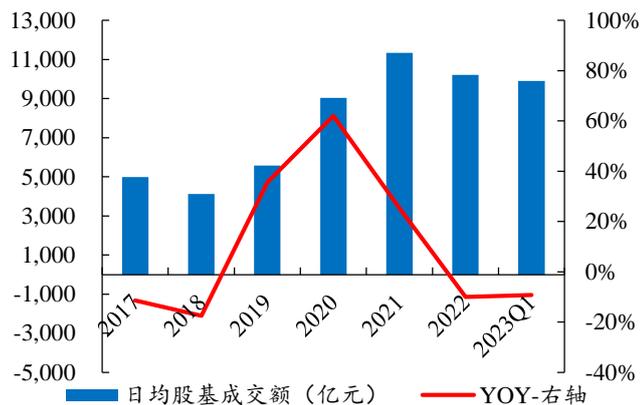
公司	归属母公司利润						自营投资收益					
	2021	2022	YOY	2022Q1	2023Q1	YOY	2021	2022	YOY	2022Q1	2023Q1	YOY
上市券商净利润规模前十												
中信证券	231.00	213.17	-8%	52.29	54.17	4%	226.83	176.36	-22%	33.51	66.13	97%
国泰君安	150.13	115.07	-23%	25.19	30.41	21%	114.39	70.26	-39%	1.69	31.79	1787%
华泰证券	133.46	110.53	-17%	22.14	32.45	47%	112.71	60.27	-47%	18.37	45.77	149%
招商证券	116.45	80.72	-31%	14.90	22.60	52%	94.55	51.15	-46%	1.76	17.25	881%
广发证券	108.54	79.29	-27%	13.03	21.57	66%	57.60	12.65	-78%	-11.37	14.68	扭亏为盈
中国银河	104.30	77.61	-26%	15.55	22.49	45%	71.31	55.90	-22%	5.66	24.13	327%
中金公司	107.78	75.98	-30%	16.60	22.57	36%	147.03	106.08	-28%	14.88	36.17	143%
中信建投	102.39	75.07	-27%	15.42	24.33	58%	80.24	45.32	-44%	6.31	25.11	298%
海通证券	128.27	65.45	-49%	15.00	24.34	62%	106.79	-10.34	亏损	-26.29	20.13	扭亏为盈
国信证券	101.15	60.88	-40%	7.67	17.68	130%	82.97	38.19	-54%	1.23	19.13	1450%
2023Q1 业绩超预期标的												
东方证券	53.71	30.11	-44%	2.28	14.28	526%	33.01	19.00	-42%	-6.42	11.52	扭亏为盈
兴业证券	47.43	26.37	-44%	1.56	8.28	430%	37.28	3.82	-90%	-12.29	10.27	扭亏为盈
长江证券	24.10	15.10	-37%	0.47	7.56	1513%	13.57	-9.05	-167%	-7.14	6.28	扭亏为盈
国金证券	23.17	11.98	-48%	1.24	5.97	380%	18.09	2.20	-88%	-2.63	7.17	扭亏为盈
中泰证券	32.00	5.90	-82%	2.20	11.53	424%	30.18	-3.51	-112%	-6.92	13.85	扭亏为盈
太平洋	1.21	-4.59	-479%	0.09	1.49	1511%	6.85	3.14	-54%	0.72	2.56	255%
天风证券	5.86	-15.09	-357%	-0.84	5.47	-749%	21.48	1.58	-93%	0.63	8.68	1284%

数据来源：各公司 2022 年报及 2023 一季报、开源证券研究所

2、轻资本业务：2022 年/2023Q1 经纪、投行、资管同比下滑

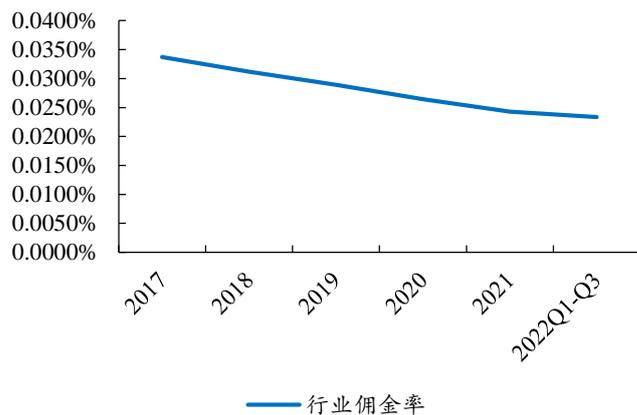
经纪：2022/2023Q1 上市券商经纪业务同比-18%/-17%，主要受代销金融产品收入和全市场交易活跃度同比下降影响。2022/2023Q1 上市券商经纪业务净收入 1120/248 亿，同比-18%/-17%。(1) 2022/2023Q1 全市场日均股基成交额分别同比-9.9%/-9.3%，2022 年行业佣金率预计下降 4%至 0.0233%。(2) 2022 年/2023Q1 市场偏股基金新发份额同比-79%/-40%，导致券商代销基金收入同比承压。40 家上市券商代销金融产品收入 121.8 亿，同比-27%。其中，中金公司/华泰证券/海通证券代销收入同比增长，收入同比+7%/+24%/+2%；中信证券/国信证券/东方证券/长城证券代销收入同比-37%/-43%/-55%/-46%。

图5：2022/2023Q1 日均股基成交额同比-9.9%/-9.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

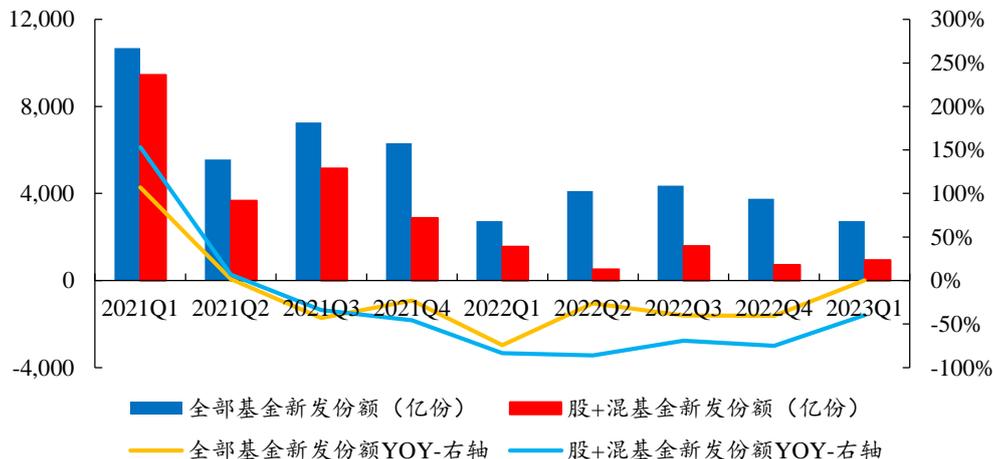
图6：2022 前三季度证券行业佣金率 0.0234%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2022 年末披露行业代理买卖收入数据

图7：2022 年/2023Q1 市场偏股基金新发份额同比-79%/-40%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2022 年 40 家上市券商代销产品收入同比-27%，利润贡献 5%，较 2021+0.4pct

公司名称	代销金融产品收入			占经纪业务比重		利润贡献			归母净利润 (亿元)	
	2021	2022	YOY	2021	2022	2021	2022	同比变化	2021	2022
中信证券	26.55	16.83	-37%	19%	15%	6%	4%	-2%	231.00	213.17
中金公司	11.36	12.12	7%	19%	23%	5%	8%	3%	107.78	75.98
华泰证券	7.84	9.69	24%	10%	14%	3%	4%	1%	133.46	110.53
国泰君安	9.50	7.80	-18%	10%	10%	3%	3%	0%	150.13	115.07
中信建投	9.43	7.79	-17%	15%	13%	5%	5%	1%	102.39	75.07
广发证券	10.95	7.78	-29%	14%	12%	5%	5%	0%	108.54	79.29
中国银河	9.15	6.33	-31%	11%	10%	4%	4%	0%	104.30	77.61
招商证券	8.02	5.60	-30%	10%	9%	3%	3%	0%	116.45	80.72
国信证券	9.51	5.43	-43%	13%	11%	5%	4%	0%	101.15	60.88
光大证券	8.17	4.96	-39%	19%	15%	12%	8%	-4%	34.84	31.89
兴业证券	6.64	4.72	-29%	19%	17%	7%	9%	2%	47.43	26.37
海通证券	3.39	3.47	2%	6%	7%	1%	3%	1%	128.27	65.45

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

中泰证券	3.72	3.03	-18%	9%	8%	6%	26%	20%	32.00	5.90
浙商证券	4.77	3.03	-37%	23%	16%	11%	9%	-2%	21.96	16.54
申万宏源	4.52	2.76	-39%	7%	5%	2%	5%	3%	93.98	27.89
东方证券	5.66	2.57	-55%	16%	8%	5%	4%	-1%	53.71	30.11
方正证券	4.51	2.35	-48%	10%	7%	12%	5%	-7%	18.22	21.48
长江证券	4.27	2.25	-47%	11%	7%	9%	7%	-1%	24.10	15.10
国金证券	3.24	1.89	-42%	17%	11%	7%	8%	1%	23.17	11.98
财通证券	2.31	1.78	-23%	17%	15%	4%	6%	1%	25.66	15.17
华西证券	2.42	1.51	-38%	11%	9%	7%	18%	10%	16.32	4.22
中银证券	1.40	0.99	-30%	12%	10%	7%	6%	-1%	9.62	8.08
东吴证券	1.06	0.84	-21%	5%	5%	2%	2%	0%	23.92	17.35
国元证券	0.88	0.66	-25%	7%	7%	2%	2%	0%	19.09	17.33
山西证券	0.82	0.66	-19%	14%	14%	5%	6%	1%	8.04	5.74
东北证券	0.96	0.65	-32%	7%	6%	3%	14%	11%	16.24	2.31
长城证券	1.10	0.59	-46%	9%	6%	3%	3%	0%	17.66	8.99
东兴证券	0.56	0.51	-9%	6%	7%	2%	5%	3%	16.52	5.17
南京证券	0.48	0.47	-3%	7%	10%	2%	4%	1%	9.77	6.46
国联证券	0.68	0.42	-38%	11%	8%	4%	3%	-1%	8.89	7.67
西南证券	0.61	0.37	-39%	7%	6%	3%	6%	3%	10.38	3.09
太平洋	0.52	0.36	-31%	10%	9%	21%	-4%	-25%	1.21	-4.59
国海证券	0.59	0.33	-44%	6%	4%	4%	7%	3%	7.65	2.49
天风证券	0.40	0.28	-29%	4%	3%	3%	-1%	-4%	5.86	-15.09
华安证券	0.35	0.28	-20%	3%	3%	1%	1%	0%	14.24	11.81
中原证券	0.64	0.23	-65%	8%	4%	6%	11%	4%	5.13	1.07
第一创业	0.28	0.19	-34%	6%	5%	2%	2%	0%	7.45	4.01
华林证券	0.24	0.16	-34%	4%	3%	2%	2%	-1%	4.84	4.65
西部证券	0.25	0.09	-66%	2%	1%	1%	1%	0%	14.10	4.28
红塔证券	0.02	0.02	-5%	1%	1%	0%	3%	3%	15.76	0.39
40家上市券商合计	167.79	121.77	-27%	12%	11%	4%	5%	0.4%	1,891.24	1,251.64

数据来源：各公司年报、开源证券研究所

表4：2022/2023Q1年40家上市券商经纪业务净收入同比-18%/-17%

公司名称	2021	2022	YOY	2022Q1	2023Q1	YOY
中信证券	139.63	111.69	-20%	31.86	25.92	-19%
国泰君安	95.05	76.43	-20%	19.47	16.07	-17%
华泰证券	78.79	70.73	-10%	17.79	15.33	-14%
招商证券	79.16	64.43	-19%	16.49	14.19	-14%
广发证券	79.70	63.87	-20%	16.54	14.47	-12%
中国银河	82.31	63.65	-23%	17.85	13.93	-22%
中信建投	62.36	59.30	-5%	15.66	13.54	-14%
中金公司	60.31	52.32	-13%	13.40	12.36	-8%
申万宏源	65.39	52.11	-20%	13.46	11.50	-15%
国信证券	71.95	51.29	-29%	14.15	11.11	-22%

公司名称	2021	2022	YOY	2022Q1	2023Q1	YOY
海通证券	60.24	46.73	-22%	13.39	9.14	-32%
中泰证券	43.49	36.80	-15%	9.77	7.46	-24%
方正证券	47.01	36.00	-23%	8.89	8.13	-9%
光大证券	43.54	32.98	-24%	8.79	7.37	-16%
长江证券	39.27	31.71	-19%	8.33	7.42	-11%
东方证券	36.17	30.85	-15%	8.48	6.95	-18%
兴业证券	35.61	27.56	-23%	7.60	6.10	-20%
浙商证券	20.84	18.69	-10%	5.20	4.28	-18%
东吴证券	21.11	18.21	-14%	4.98	3.99	-20%
华西证券	22.03	17.53	-20%	4.69	3.83	-18%
国金证券	19.58	16.48	-16%	4.00	3.89	-3%
财通证券	13.61	11.83	-13%	3.21	2.75	-14%
东北证券	13.28	10.99	-17%	2.94	2.56	-13%
华安证券	12.14	10.27	-15%	2.47	2.09	-15%
天风证券	10.49	10.17	-3%	2.36	2.68	14%
国元证券	11.78	10.06	-15%	2.50	2.21	-11%
西部证券	12.43	9.66	-22%	2.53	1.89	-25%
中银证券	11.52	9.43	-18%	2.52	2.05	-19%
长城证券	12.06	9.17	-24%	2.48	1.95	-22%
国海证券	9.63	8.52	-12%	2.19	1.88	-14%
东兴证券	10.05	7.64	-24%	2.01	1.66	-17%
西南证券	8.22	6.72	-18%	1.86	1.47	-21%
中原证券	8.46	6.32	-25%	1.68	1.29	-23%
国联证券	6.09	5.50	-10%	1.38	1.12	-19%
华林证券	6.01	5.38	-10%	1.36	1.06	-22%
南京证券	7.12	4.83	-32%	1.29	1.03	-21%
山西证券	5.73	4.73	-17%	1.59	1.32	-17%
太平洋	5.11	3.86	-24%	1.05	0.84	-20%
第一创业	4.75	3.85	-19%	0.96	0.88	-9%
红塔证券	2.64	2.06	-22%	0.55	0.44	-21%
40家上市券商	1374.65	1120.36	-18%	297.73	248.14	-17%

数据来源：各公司年报、开源证券研究所

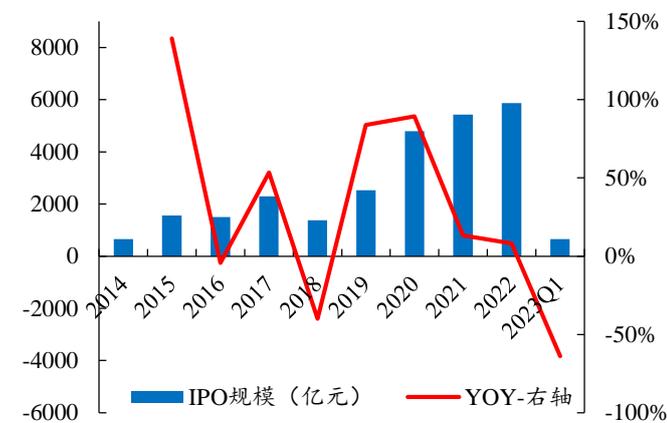
投行：投行收入同比下降，集中度延续提升趋势。2022/2023Q1上市券商投行业务收入分别同比-7%/-25%，2022/2023Q1 IPO收入同比+8%/-64%，2022 IPO业务相对稳健且集中度提升。

(1) 2022/2023Q1全市场IPO单数同比-18%/-21%。2022/2023Q1分别实现投行业务收入576亿/104亿，同比-7%/-25%；IPO收入分别305/45亿，同比+8%/-44%，IPO承销规模5869/651亿，分别同比+8%/-64%，IPO项目数428/68单，同比-18%/-21%。2022/2023Q1债券承销规模106482/26078亿，同比-6%/+2%；再融资规模6140/1897亿，同比-20%/+52%。

(2) 2022 年 IPO 集中度提升，2023Q1 IPO 集中度有所下滑：在 40 家上市券商中 2022 年 IPO 规模和单数 CR6 分别 66.63%/46.85%，分别同比+9.92pct/+6.27pct，集中度明显提升。2023Q1 上市券商 CR6 IPO 收入/规模/单数集中度分别 28.85%/65.07%/45.95%，分别同比-3pct/-10pct/-11pct，一季度头部券商集中度有所下滑，主要为短期波动，预计集中度长期提升趋势不变。

(3) 头部券商和投行特色券商项目和人才储备充足：截止 2023 年 5 月 5 日，中信证券/中信建投/中金公司/华泰证券 IPO 储备项目（不含辅导备案）分别 83/55/40/30 个，位居行业第 1/2/4/6 位，民生证券和国金证券等投行特色券商 IPO 储备项目（不含辅导备案）分别 45/30，排名第 3/7 位。

图8：2022/2023Q1 全市场 IPO 规模同比+8%/-64%



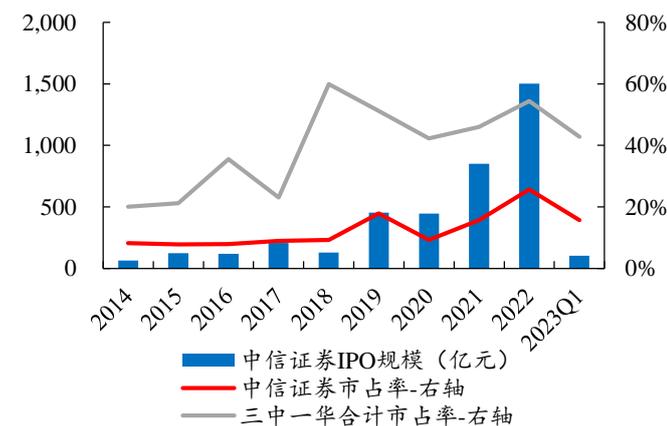
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2022/2023Q1 全市场 IPO 单数同比-18%/-21%



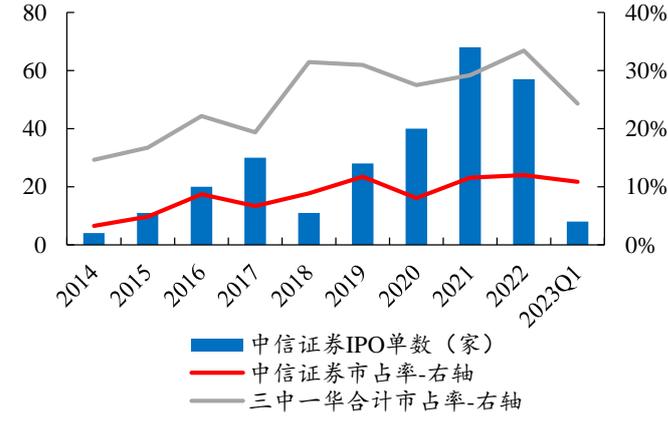
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2017 年起三中一华 IPO 规模市占率呈提升趋势

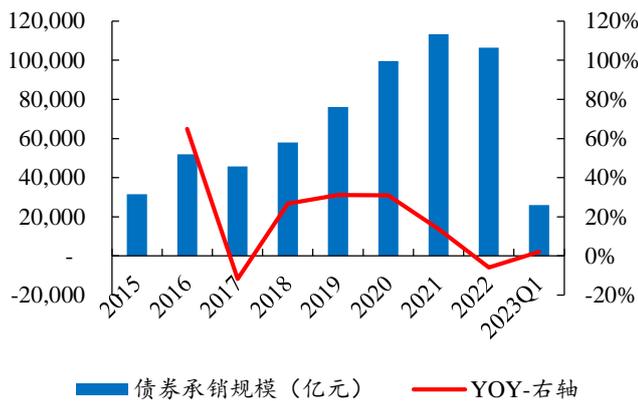


数据来源：Wind、开源证券研究所

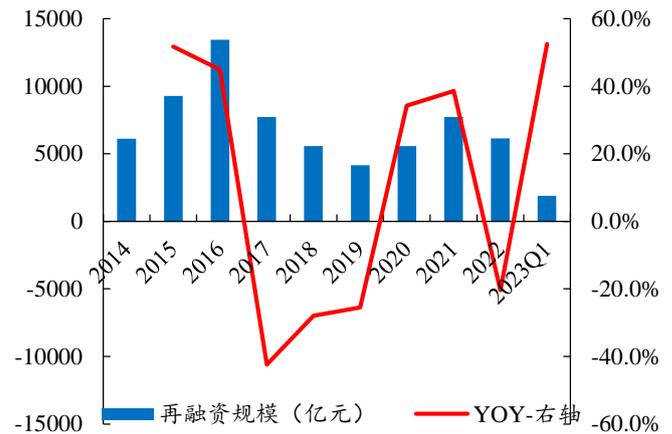
图11：2017 年起三中一华 IPO 单数市占率呈提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12: 2022/2023Q1 债券承销规模同比-6%/+2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2022/2023Q1 再融资规模同比-20%/+52%


数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 2022/2023Q1 40家上市券商投行业务净收入分别同比-6.8%/-24.9%

证券承销业务净收入	2021	2022	YOY	2022Q1	2023Q1	YOY
中信证券	81.56	86.54	6.1%	18.28	19.80	8.4%
中金公司	70.36	70.06	-0.4%	15.17	6.01	-60.4%
中信建投	56.31	59.27	5.2%	15.87	10.99	-30.7%
国泰君安	40.62	43.11	6.1%	9.99	6.59	-34.0%
海通证券	49.25	41.79	-15.2%	17.79	9.06	-49.1%
华泰证券	43.44	40.24	-7.4%	9.14	7.79	-14.7%
申万宏源	17.92	18.80	4.9%	3.95	2.90	-26.5%
国信证券	19.79	18.16	-8.3%	2.03	2.89	42.1%
东方证券	17.05	17.33	1.7%	3.76	2.77	-26.4%
国金证券	18.10	17.02	-6.0%	3.49	3.98	14.3%
招商证券	25.42	13.93	-45.2%	4.49	1.55	-65.4%
光大证券	17.75	12.82	-27.7%	3.17	1.92	-39.5%
东兴证券	10.84	11.52	6.2%	4.16	0.88	-78.9%
东吴证券	9.66	11.27	16.7%	2.15	3.01	40.1%
中泰证券	12.81	10.18	-20.5%	1.58	4.24	168.3%
兴业证券	12.42	9.55	-23.1%	3.24	3.69	13.7%
天风证券	8.61	8.98	4.3%	2.38	2.64	11.1%
长江证券	7.88	8.44	7.0%	0.44	0.29	-34.0%
浙商证券	10.83	7.79	-28.1%	1.23	2.32	88.6%
国元证券	9.50	7.77	-18.3%	1.33	0.65	-50.9%
中国银河	6.19	6.83	10.4%	1.22	0.57	-52.7%
广发证券	4.33	6.10	41.1%	1.50	1.01	-32.9%
方正证券	4.39	5.33	21.5%	1.45	0.57	-60.9%
长城证券	5.75	4.99	-13.2%	2.06	0.56	-72.6%
国联证券	5.09	4.77	-6.4%	1.63	0.89	-45.6%
财通证券	6.45	4.52	-29.9%	0.76	1.53	101.9%

证券承销业务净收入	2021	2022	YOY	2022Q1	2023Q1	YOY
山西证券	4.67	4.18	-10.5%	0.93	0.76	-18.5%
西部证券	4.58	3.49	-23.9%	0.44	0.28	-35.9%
第一创业	3.06	2.78	-9.1%	0.77	0.46	-39.8%
中原证券	6.36	2.68	-57.9%	1.06	0.19	-82.5%
华西证券	4.57	2.18	-52.2%	0.40	0.31	-23.1%
南京证券	3.46	2.00	-42.1%	0.45	0.36	-21.2%
国海证券	3.56	1.98	-44.4%	0.44	0.49	10.1%
西南证券	2.67	1.80	-32.7%	0.55	0.35	-37.4%
华林证券	2.12	1.71	-19.5%	0.53	0.11	-79.4%
东北证券	3.77	1.70	-55.0%	0.15	0.78	413.1%
华安证券	2.00	1.58	-20.9%	0.11	0.23	116.2%
太平洋	1.84	1.16	-37.3%	0.08	0.39	391.2%
中银证券	2.47	1.13	-54.3%	0.28	0.14	-49.2%
红塔证券	0.92	0.83	-10.5%	0.02	0.04	80.0%
40家上市券商	618.40	576.28	-6.8%	138.48	103.99	-24.9%

数据来源：各公司2022年报及一季报、开源证券研究所

表6：头部券商和国金证券、民生证券等投行特色券商 IPO 储备较丰富

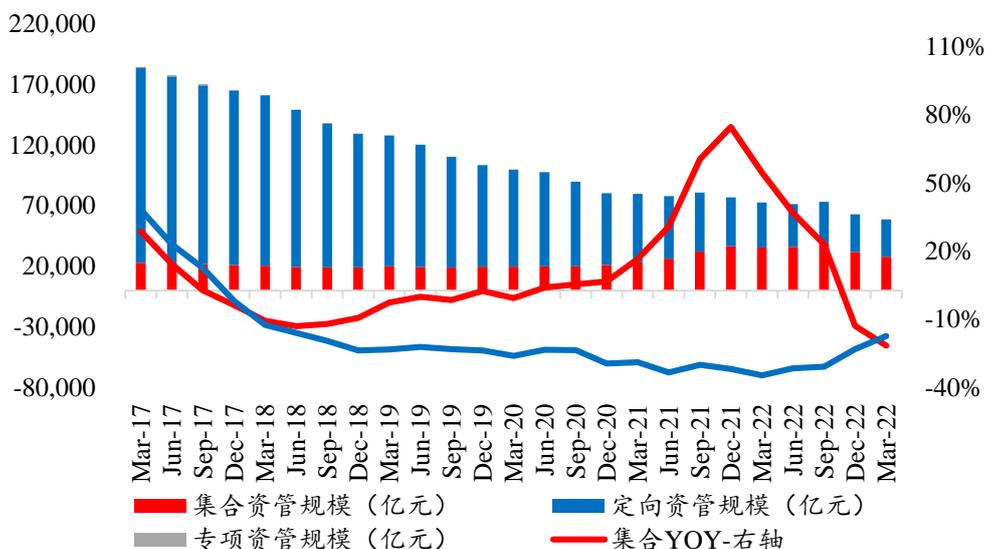
公司名称	IPO 储备项目 (不含辅导备案)	公司名称	IPO 储备项目 (不含辅导备案)
中信证券	83	中国银河	3
中信建投	55	东北证券	3
民生证券	45	西南证券	2
中国国际	40	西部证券	2
海通证券	40	东莞证券	2
华泰联合	38	天风证券	2
国金证券	30	长城证券	2
国泰君安	28	金圆统一	2
招商证券	24	东亚前海	2
安信证券	19	中原证券	2
广发证券	17	金元证券	2
国信证券	17	中航证券	1
长江证券	15	瑞信证券	1
东方证券	14	红塔证券	1
申万宏源	14	国盛证券	1
东吴证券	11	财信证券	1
东兴证券	10	华兴证券	1
光大证券	10	首创证券	1
财通证券	9	江海证券	1
中泰证券	9	华龙证券	1
中银国际	8	申港证券	1
兴业证券	8	南京证券	1
国元证券	8	华金证券	1

公司名称	IPO 储备项目 (不含辅导备案)	公司名称	IPO 储备项目 (不含辅导备案)
开源证券	7	方正证券	1
华西证券	5	国融证券	1
中德证券	5	中邮证券	1
浙商证券	5	九州证券	1
华英证券	5	万和证券	1
平安证券	5	中天国富	1
华创证券	4	华安证券	1
第一创业	4	瑞银证券	1
五矿证券	4	华宝证券	1
东海证券	3	华林证券	1
德邦证券	3		

数据来源: Wind、开源证券研究所

资管:2022/2023Q1 上市券商资管业务同比-9%/-2%,2022 年末资管 AUM 同比-20%。
 2022/2023Q1 上市券商实现资管业务净收入 454/109 亿, 同比-9%/-2%。2023Q1 末券商资管总规模 5.85 万亿, 同比-20%, 集合资管规模 2.79 万亿, 环比-12%, 同比-22%, 定向资管规模 3.10 万亿, 环比-1%, 同比-17%。

图14: 2023Q1 末集合资管规模同比-22%, 定向资管规模同比-17%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2022年上市券商资管净收入同比-9%

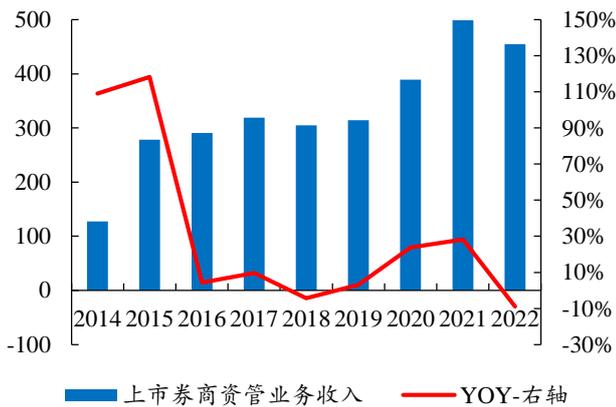
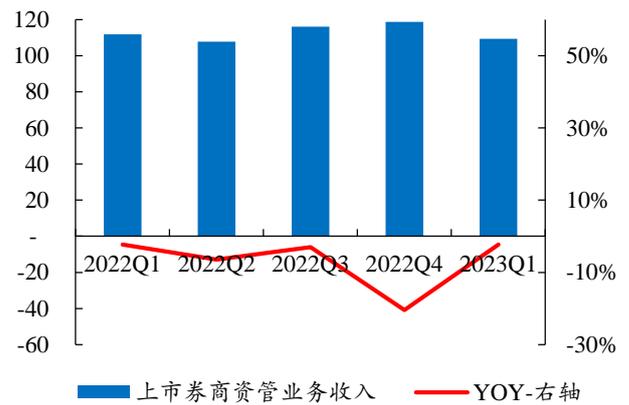


图16: 2023Q1上市券商资管净收入同比-2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

表7: 2022/2023Q1上市券商受托资管业务净收入同比-9%/-2%，一季度表现分化

单位: 亿元	2021	2022	YOY	2022Q1	2023Q1	YOY
中信证券	117.02	109.40	-7%	27.76	24.98	-10%
广发证券	99.46	89.39	-10%	23.40	20.87	-11%
华泰证券	37.72	37.69	0%	9.79	10.04	3%
东方证券	36.22	26.45	-27%	7.58	5.87	-23%
海通证券	36.64	22.53	-38%	5.40	4.72	-13%
国泰君安	17.92	16.48	-8%	3.09	10.59	242%
光大证券	15.95	15.06	-6%	3.26	2.19	-33%
财通证券	13.85	14.60	5%	3.51	3.13	-11%
中金公司	15.33	13.65	-11%	3.48	3.26	-6%
申万宏源	13.80	12.52	-9%	3.52	2.69	-24%
第一创业	9.20	10.29	12%	2.47	2.30	-7%
天风证券	9.89	9.96	1%	0.94	1.94	106%
中信建投	10.01	9.82	-2%	1.66	1.58	-5%
招商证券	10.39	8.29	-20%	2.07	1.80	-13%
中银证券	7.86	7.44	-5%	1.95	1.49	-24%
中泰证券	5.58	5.52	-1%	1.44	3.07	113%
华安证券	4.32	4.84	12%	1.08	0.92	-15%
中国银河	5.17	4.41	-15%	1.22	1.02	-16%
浙商证券	3.94	4.35	10%	1.17	0.69	-42%
东北证券	2.06	3.40	65%	1.23	0.51	-59%
国信证券	2.43	3.21	32%	0.70	0.97	38%
方正证券	2.58	2.35	-9%	0.83	0.45	-45%
长江证券	2.61	2.26	-13%	0.52	0.37	-29%
东兴证券	1.30	2.05	58%	0.32	0.43	33%
山西证券	1.58	2.05	29%	0.43	0.54	25%
东吴证券	1.40	2.01	44%	0.28	0.26	-7%
国联证券	1.41	1.94	38%	0.35	0.32	-9%
国海证券	2.29	1.89	-18%	0.46	0.39	-16%

单位：亿元	2021	2022	YOY	2022Q1	2023Q1	YOY
华西证券	1.07	1.70	59%	0.18	0.19	3%
兴业证券	2.42	1.61	-34%	0.35	0.33	-8%
太平洋	1.17	1.47	26%	0.14	0.18	30%
国金证券	1.15	1.39	21%	0.31	0.24	-24%
国元证券	1.06	0.94	-11%	0.23	0.21	-7%
长城证券	1.40	0.93	-33%	0.23	0.20	-15%
西部证券	0.23	0.74	223%	0.10	0.15	55%
中原证券	0.37	0.47	26%	0.08	0.13	55%
红塔证券	1.15	0.45	-61%	0.14	0.11	-19%
华林证券	0.30	0.39	33%	0.07	0.14	85%
南京证券	0.25	0.29	17%	0.05	0.05	6%
西南证券	0.23	0.24	5%	0.05	0.03	-31%
上市券商合计	498.71	454.48	-9%	111.88	109.33	-2%

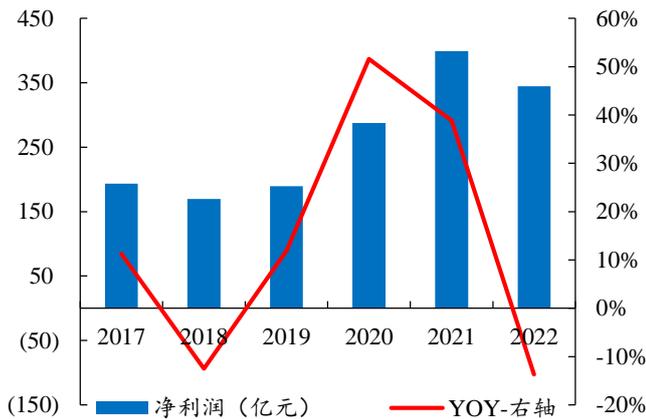
数据来源：各公司 2022 年报及一季报、开源证券研究所

公募基金：2022 年 45 家样本公募基金净利润同比-14%，净利润集中度有所下降。2023Q1 非货和偏股 AUM 集中度环比下降。2022 年基金公司净利率下降，头部基金公司净利率高于行业。

(1) 业绩表现：45 家基金公司净利润同比-14%，净利润集中度有所下降。2022 年净利润排名前 45 家基金公司合计 345 亿，同比-13.7%；2022 净利润 CR6/CR10/CR15 分别为 38%/55%/72%，较 2021 年-9pct/-12pct/-11pct。TOP6 基金公司净利润 YOY 中位数-17%，净利率中位数 28%，较 2021 年-3pct。

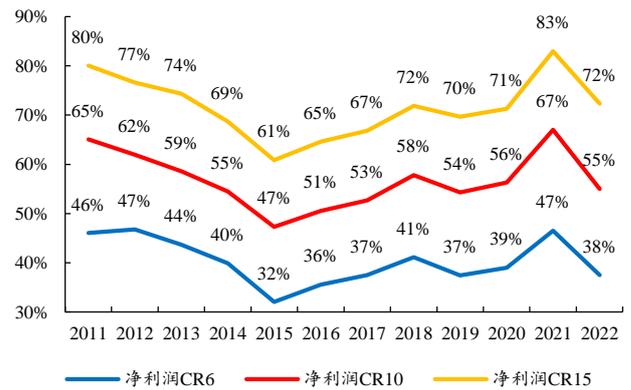
(2) AUM 集中度：非货和偏股 AUM 集中度环比下降。2023Q1 末，非货口径下，AUM 集中度 CR6/CR10/CR15 分别为 26.2%/38.6%/49.8%，分别-0.1/-0.2/-0.5pct。偏股口径下，AUM 集中度 CR6/CR10/CR15 分别为 32.4%/45.7%/58.0%，分别+0.1/+0.1/-0.5pct。

(3) 盈利能力：2022 年基金公司净利率下降，头部基金公司净利率高于行业。我们选取 30 家时间区间内有连续净利率数据的样本公司，2022 年 10 家头部公司净利率中位数 30%，较 2021 年-1pct，30 家样本公司净利率中位数 23%，较 2021 年-1.3pct。长周期来看，10 家头部公司净利率相对稳定，30 家样本公司净利率波动较大。

图17: 2022 基金公司净利润同比-13.7%


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 样本选取 2022 披露的净利润前 45 家基金公司

图18: 2022 基金公司净利润集中度有所下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

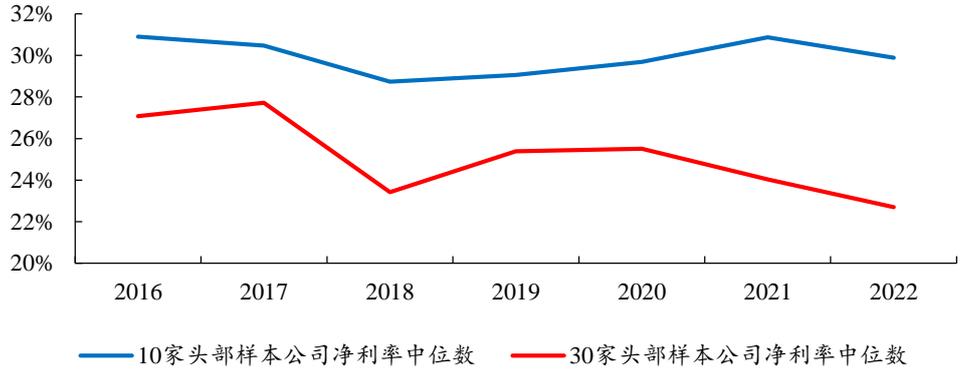
表8: 2022 年样本公募基金中位数营收同比-4%，净利润同比-11%，净利率-3pct

公司名称	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			净利率	
	2021	2022	YOY	2021	2022	YOY	2021	2022
易方达	145.57	139.15	-4%	45.35	38.37	-15%	31%	28%
工银瑞信				27.94	26.78	-4%		
富国基金	83.06	73.59	-11%	25.64	20.66	-19%	31%	28%
华夏基金	80.15	74.75	-7%	23.12	21.63	-6%	29%	29%
汇添富	93.79	67.87	-28%	32.63	20.94	-36%	35%	31%
广发基金	93.46	83.92	-10%	26.07	21.34	-18%	28%	25%
招商基金	52.32	57.57	10%	16.03	18.13	13%	31%	31%
兴证全球	65.68	43.17	-34%	22.35	16.83	-25%	34%	39%
南方基金	76.07	64.69	-15%	21.63	17.71	-18%	28%	27%
博时基金	57.64	53.16	-8%	17.79	17.24	-3%	31%	32%
交银施罗德				17.86	15.81	-11%		
景顺长城	45.20	42.34	-6%	14.02	13.68	-2%	31%	32%
建信基金				11.55	11.71	1%		
鹏华基金	44.37	43.64	-2%	10.08	10.13	0%	23%	23%
华安基金	36.31	36.03	-1%	10.06	10.31	3%	28%	29%
TOP6 中位数			-10%			-17%	31%	28%
TOP10 中位数			-10%			-17%	31%	29%
TOP15 中位数			-7%			-6%	31%	29%
45 家样本基金公司中位数			-4%			-11%	27%	24%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 工银瑞信、交银施罗德、建信基金未披露 2022 年营业收入; (2) 45 家样本公司中 38 家披露营业收入

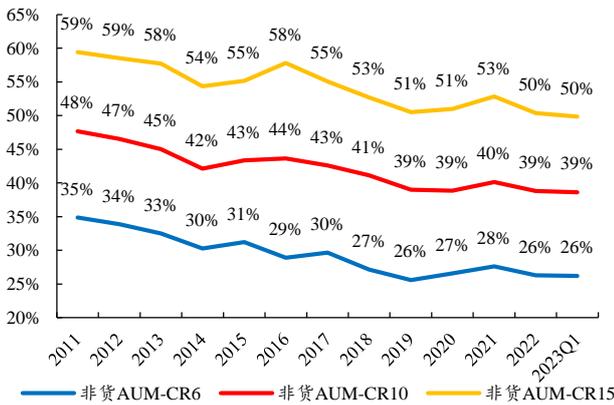
图19：头部基金公司盈利能力更强，业绩稳定性高



数据来源：Wind、开源证券研究所

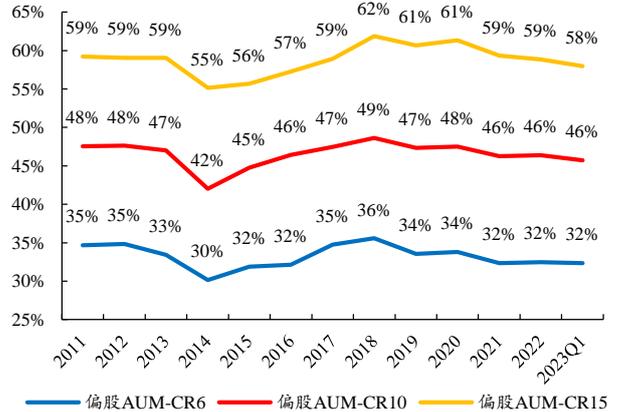
注：全部样本公司选取在时间区间内有连续净利率数据的30家公司

图20：2023Q1 非货 AUM 集中度有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2023Q1 偏股 AUM 集中度环比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

公募基金利润贡献有所提高。2022 年券商业绩受投资拖累，公募业务相对稳定，利润占比被动提升。公募基金业务较强的东方证券/广发证券/兴业证券 2022 年基金公司合计利润贡献分别 26%/26%/39%，较 2021 年+4pct/+3pct/+11pct，利润贡献占比有所提升。东北证券/长城证券/第一创业/国海证券公募利润贡献达 86%/84%/76%/50%，占比排名靠前。

表9：2022 年参控股公募基金贡献较高利润

单位： 亿元	2021 公募		2022 公募		持股公募基金 1				持股公募基金 2			
	基金利润 贡献	基金利润 贡献	基金公司	持股 比例	2022 净利润	YOY	利润贡 献	基金公司	持股 比例	2022 净利润	YOY	利润 贡献
东北证券	14%	86%	东方基金	57.6%	0.77	-24%	19%	银华基金	18.90%	8.17	-11%	67%
长城证券	43%	84%	景顺长城	49.0%	13.68	-2%	75%	长城基金	47.06%	1.78	10%	9%
第一创业	43%	73%	创金合信	51.1%	1.56	3%	20%	银华基金	26.10%	8.17	-11%	53%
国海证券	18%	50%	国海富兰克林	51%	2.45	-8%	50%					
兴业证券	28%	39%	兴证全球	51.0%	16.83	-25%	33%	南方基金	9.15%	17.71	-18%	6%
中泰证券	5%	27%	万家基金	49%	3.29	7%	27%					

东方证券	22%	26%	汇添富	35.4%	20.94	-36%	25%	长城基金	17.65%	1.78	10%	1%
广发证券	23%	26%	广发基金	55%	21.34	-18%	15%	易方达	22.65%	38.37	-15%	11%
申万宏源	8%	24%	申万菱信	67%	1.34	7%	3%	富国基金	27.78%	20.66	-19%	21%
招商证券	14%	21%	博时基金	49%	17.24	-3%	10%	招商基金	45.00%	18.13	13%	10%
海通证券	8%	12%	富国基金	28%	20.66	-19%	9%	海富通	51.00%	4.57	-14%	4%
国信证券	5%	8%	鹏华基金	50%	10.13	0%	8%					
华泰证券	8%	8%	华泰柏瑞	49%	3.79	-8%	2%	南方基金	41.16%	17.71	-18%	7%
中信证券	6%	6%	华夏基金	62%	21.63	-6%	6%					
光大证券	5%	5%	光大保德信	55%	1.05	-35%	2%	大成基金	25.00%	4.17	7%	3%
国泰君安	2%	3%	华安基金	28%	10.31	2%	3%					
国元证券	2%	2%	长盛基金	41%	0.71	-10%	2%					
华安证券	1%	2%	华富基金	49%	0.39	10%	2%					
方正证券	1%	1%	方正富邦	67%	0.27	37%	1%					
浙商证券	0%	1%	浙商基金	25%	0.45	112%	1%					
东吴证券	0%	1%	东吴基金	70%	0.14	-15%	1%					
中金公司	0%	0%	中金基金	100%	0.22	1315%	0%					
中信建投	0%	0%	中信建投基金	75%	0.23	44%	0%					
国联证券	0%	-1%	中海基金	33%	-0.20	-490%	-1%					
红塔证券	2%	-78%	红塔红土	59%	-0.50	-188%	-78%					

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：不含持公募牌照的资管子公司

3、重资本业务：2023Q1 自营同比改善，两融业务向好

投资业务：2022 年股市下跌导致自营拖累业绩，一季度资本市场回暖自营明显改善。2022 年/2023Q1 上市券商投资收益（含公允价值变动损益）分别为 873/516 亿，同比 -51%/同比扭亏，占调整后收入 22%/45%。

2022 年上市券商自营年化收益率下降 2.75pct 至 1.93%。2022 年 A、H 股明显下跌，债市表现稳健，沪深 300/恒生指数/中证综合债分别 -21%/-14%/+3.4%。40 家上市券商 2022 年自营投资收益率 1.93%，同比 -2.75pct。股市下跌影响公司及其外资子公司纯方向性自营盘以及非自营业务带来的被动权益头寸（直投、跟投、IPO 包销等）。2022 年末，上市券商自营金融资产规模 40372 亿，同比 +4%。

2023Q1 上市券商自营年化收益率同比上升 4.80pct 至 4.58%。一季度权益市场明显回暖，2023Q1 沪深 300/恒生指数/中证综合债分别 +4.6%/+3.1%/+0.9%（2022Q1 分别为 -14%/-6%/0.8%）。上市券商年化自营投资收益率为 4.58%，同比 +4.80pct，环比 2.65pct，自营驱动一季报业绩高增。2023Q1 末，上市券商自营金融资产规模 44122 亿，同比 +12%。

长江证券/太平洋/中泰证券/国金证券/天风证券/华泰证券 2023Q1 自营投资收益分别为 6.3/2.6/13.9/7.2/8.7/45.8 亿，分别同比扭亏/+255%/扭亏/扭亏/+1284%/+149%，自营投资收益率分别 9.95%/18.61%/13.62%/8.47%/9.36%，明显优于上市券商整体自营收益率，由此驱动 2023Q1 业绩表现超预期。

资产结构：2022 年债券和衍生品类资产占比分别+2.1/+0.4pct。2022 年末，40 家上市券商自营投资金融资产中债券类/权益类/衍生品类/其他类占比分别 58%/15%/2%/24%，同比+2.1pct/-0.8pct/+0.4pct/-1.7pct。其中，申万宏源/兴业证券/中金公司/中信证券/国联证券衍生品占比提升幅度较大，分别为 +1.5pct/+1.3pct/+1.2pct/+0.9pct/+0.9pct。

直投跟投：2022 年券商直投跟投利润贡献同比-62%，一季度资本市场回暖有望明显改善权益头寸。2022 年上市券商直投/跟投业务利润贡献 83/17 亿，分别同比 -79%/-51%，直投+跟投合计利润贡献同比-62%，利润贡献占比 12.4%，同比-5.6pct。我们测算 2021 年以来的科创板项目，截至 2022 年/2023Q1 末，分别实现浮盈浮亏 71.45/90 亿。期间浮盈浮亏看，22 年/23Q1 分别实现-21.26/3.2 亿。券商科创板跟投项目自上市日至 2023Q1 实现浮盈 90 亿，2022 年亏损 21 亿，2023Q1 实现浮盈 3.2 亿。

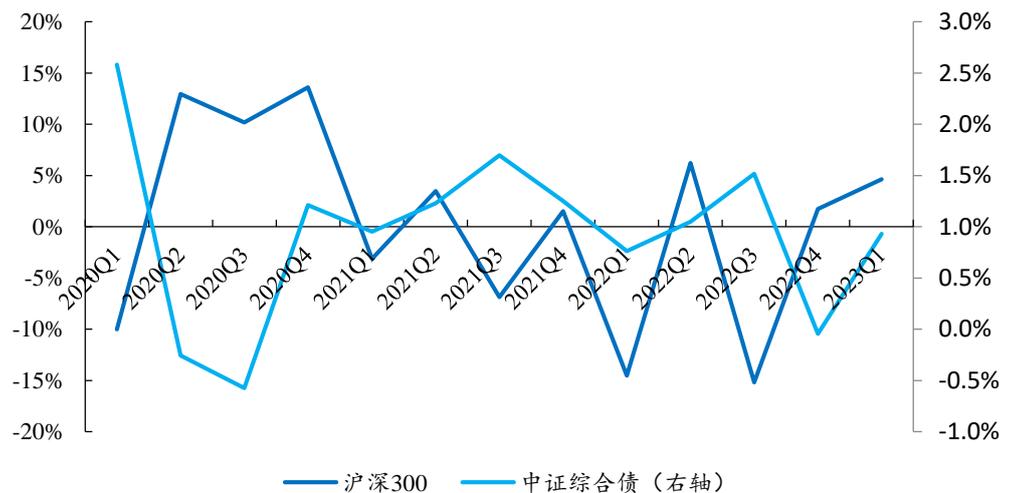
表10：2022/2023Q1 上市券商自营年化投资收益率分别 1.93%/4.58%，同比-2.75pct/4.80pct

单位：百万元		自营投资收益				自营投资收益率					
序号	证券简称	2021	2022	2022Q1	2023Q1	2021	2022	同比	2022Q1	2023Q1	同比
1	南京证券	574	275	-22	189	9.55%	5.25%	-4.30%	-0.31%	9.64%	9.96%
2	红塔证券	2,275	67	-911	316	9.34%	0.40%	-8.94%	-3.23%	7.12%	10.35%
3	太平洋	685	314	72	256	8.76%	7.44%	-1.32%	1.14%	18.61%	17.47%
4	国海证券	1,684	199	-157	255	8.50%	1.21%	-7.29%	-0.72%	4.45%	5.18%
5	国元证券	1,088	-94	-717	429	7.55%	-0.79%	-8.34%	-4.72%	11.10%	15.81%
6	国金证券	1,809	220	-263	717	7.43%	1.00%	-6.43%	-0.87%	8.47%	9.35%
7	东北证券	2,143	351	-435	517	7.35%	1.50%	-5.85%	-1.41%	6.14%	7.55%
8	山西证券	1,769	1,421	173	596	6.89%	6.05%	-0.85%	0.56%	6.41%	5.85%
9	兴业证券	3,728	382	-1,229	1,027	6.62%	0.81%	-5.82%	-1.96%	6.14%	8.10%
10	东吴证券	2,581	639	-182	602	6.39%	2.21%	-4.18%	-0.41%	4.85%	5.26%
11	天风证券	2,148	158	63	868	6.32%	0.56%	-5.76%	0.17%	9.36%	9.19%
12	国信证券	8,297	3,819	123	1,913	5.97%	3.09%	-2.88%	0.07%	4.42%	4.35%
13	国联证券	1,394	1,159	213	373	5.83%	4.60%	-1.23%	0.63%	3.96%	3.33%
14	第一创业	927	187	-26	209	5.62%	1.27%	-4.34%	-0.14%	3.88%	4.02%
15	广发证券	5,760	1,265	-1,137	1,468	5.61%	1.17%	-4.43%	-0.80%	3.14%	3.94%
16	中泰证券	3,018	-351	-692	1,385	5.50%	-0.97%	-6.46%	-1.26%	13.62%	14.88%
17	中信建投	8,024	4,532	631	2,511	5.21%	3.41%	-1.81%	0.39%	5.18%	4.79%
18	西部证券	2,063	1,002	31	764	5.19%	2.46%	-2.73%	0.06%	5.19%	5.13%
19	长城证券	1,482	-103	-491	640	5.12%	-0.36%	-5.48%	-1.38%	5.44%	6.82%
20	中金公司	14,703	10,608	1,488	3,617	5.11%	4.69%	-0.42%	0.48%	4.84%	4.37%
21	浙商证券	1,841	685	-19	602	4.82%	2.00%	-2.82%	-0.04%	5.34%	5.38%
22	中国银河	7,131	5,590	566	2,413	4.76%	3.87%	-0.89%	0.32%	4.32%	4.00%
23	申万宏源	10,355	5,082	772	3,106	4.57%	2.39%	-2.18%	0.27%	4.14%	3.86%
24	海通证券	10,679	-1,034	-2,629	2,013	4.54%	-0.61%	-5.16%	-1.16%	3.65%	4.81%
25	财通证券	1,280	152	-451	710	4.44%	0.53%	-3.91%	-1.42%	6.32%	7.74%
26	中信证券	22,683	17,636	3,351	6,613	4.39%	4.11%	-0.28%	0.58%	4.31%	3.73%
27	中原证券	1,025	538	64	175	4.35%	3.11%	-1.25%	0.25%	3.00%	2.74%

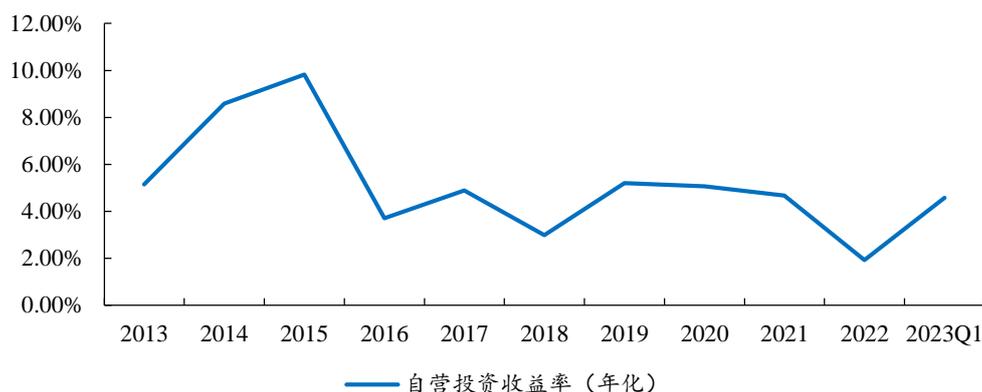
单位：百万元		自营投资收益				自营投资收益率					
28	长江证券	1,357	-905	-714	628	4.24%	-4.68%	-8.93%	-2.71%	9.95%	12.67%
29	国泰君安	11,439	7,026	169	3,179	4.24%	2.96%	-1.28%	0.06%	3.59%	3.54%
30	华西证券	1,052	-74	-411	426	4.23%	-0.36%	-4.58%	-1.70%	5.43%	7.14%
31	招商证券	9,455	5,115	176	1,725	4.18%	2.64%	-1.54%	0.07%	2.78%	2.71%
32	东兴证券	901	-703	-366	235	4.15%	-4.00%	-8.14%	-1.60%	3.99%	5.60%
33	华安证券	788	621	-17	300	3.71%	3.31%	-0.40%	-0.06%	4.37%	4.43%
34	东方证券	3,301	1,900	-642	1,152	3.69%	2.76%	-0.93%	-0.72%	5.16%	5.88%
35	西南证券	1,125	49	-383	404	3.65%	0.21%	-3.45%	-1.22%	4.78%	6.00%
36	华泰证券	11,271	6,027	1,837	4,577	3.30%	2.17%	-1.13%	0.48%	4.78%	4.30%
37	华林证券	58	195	19	13	2.89%	9.98%	7.09%	1.05%	1.84%	0.78%
38	方正证券	730	1,110	45	399	2.86%	4.74%	1.88%	0.17%	3.87%	3.71%
39	光大证券	1,438	1,097	-85	945	2.15%	1.77%	-0.39%	-0.12%	4.04%	4.16%
40	中银证券	105	220	30	96	0.88%	2.25%	1.37%	0.20%	2.88%	2.68%
合计		164,167	76,376	-2,157	48,366	4.67%	1.93%	-2.75%	-0.22%	4.58%	4.80%

数据来源：上市公司年报及一季报、开源证券研究所

图22：2022年沪深300中证综债-21.6%/3.3%，2023Q1分别+4.6%/+0.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2022/2023Q1 上市券商年化自营投资收益率 1.93%/4.58%，同比-2.8/+4.8pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：2022 年上市券商债券类/权益类/衍生品类/其他类占比+2.1pct/-0.8pct/+0.4pct/-1.7pct

单位：亿元 证券简称	自营投资收益率(含 其他债权)		大自营金融资产(含 其他债权)		债券类占比		权益类占比		衍生品占比		其他类占比	
	2021	2022	2021	2022	2021年	2022	2021	2022	2021	2022	2021年	2022
华林证券	5.89%	7.33%	47	61	58%	48%	18%	18%	0.0%	0.22%	24%	34%
太平洋	8.58%	5.65%	67	47	77%	73%	11%	7%	0.0%	0.00%	13%	19%
山西证券	6.91%	4.58%	287	342	68%	59%	8%	5%	0.2%	0.43%	24%	36%
南京证券	6.53%	4.33%	252	254	92%	94%	2%	2%	0.0%	0.09%	6%	4%
中金公司	4.84%	3.38%	3,587	3,539	35%	42%	36%	35%	4.1%	5.03%	25%	18%
国联证券	5.51%	3.29%	370	447	62%	61%	9%	9%	1.3%	2.19%	27%	28%
中国银河	4.47%	3.22%	2,535	3,223	58%	63%	22%	16%	0.8%	0.82%	20%	20%
中信证券	4.26%	2.98%	6,456	6,376	42%	38%	28%	30%	4.8%	5.71%	26%	27%
方正证券	2.90%	2.94%	713	808	81%	78%	1%	3%	0.0%	0.21%	17%	19%
东方证券	3.97%	2.76%	1,536	1,654	67%	69%	10%	7%	0.2%	0.62%	23%	24%
中信建投	4.80%	2.71%	2,124	2,609	63%	62%	11%	11%	1.2%	1.10%	25%	26%
国元证券	5.18%	2.71%	511	614	80%	83%	7%	3%	0.0%	0.01%	13%	15%
东吴证券	6.13%	2.57%	483	713	59%	72%	10%	7%	0.0%	0.02%	31%	21%
华安证券	3.67%	2.43%	311	333	75%	76%	3%	4%	0.0%	0.05%	22%	19%
国信证券	5.55%	2.41%	1,892	2,216	72%	77%	6%	7%	0.0%	0.07%	21%	16%
国泰君安	3.98%	2.38%	3,579	4,032	51%	52%	11%	13%	1.2%	2.04%	37%	33%
中原证券	4.37%	2.30%	255	239	78%	76%	6%	5%	0.0%	0.00%	17%	19%
招商证券	4.06%	2.10%	3,105	3,080	63%	68%	8%	9%	1.0%	1.19%	28%	22%
申万宏源	4.48%	2.01%	3,151	3,438	58%	58%	10%	12%	0.9%	2.38%	31%	28%
中银证券	1.34%	1.91%	160	131	77%	70%	4%	4%	0.0%	0.01%	19%	26%
西部证券	5.24%	1.87%	518	577	79%	79%	4%	1%	0.0%	0.09%	17%	20%
财达证券	5.16%	1.81%	199	207	92%	89%	3%	3%	0.0%	0.00%	5%	8%
华泰证券	3.32%	1.66%	3,808	3,781	45%	49%	31%	27%	4.0%	4.18%	21%	20%
广发证券	4.21%	1.59%	2,364	3,051	62%	62%	9%	8%	0.2%	0.87%	29%	29%
光大证券	2.45%	1.56%	830	1,174	34%	37%	7%	22%	0.7%	0.94%	59%	40%
兴业证券	6.06%	1.51%	825	941	61%	60%	14%	8%	0.3%	1.62%	25%	31%

单位: 亿元	自营投资收益率(含 大自营金融资产(含 其他债权)		大自营金融资产(含 其他债权)		债券类占比		权益类占比		衍生品占比		其他类占比	
浙商证券	4.82%	1.49%	464	458	76%	74%	7%	4%	1.3%	2.18%	16%	19%
国海证券	5.07%	1.25%	335	290	80%	80%	7%	4%	0.1%	0.06%	13%	16%
长江证券	4.14%	1.13%	667	740	71%	75%	10%	9%	0.0%	0.22%	19%	16%
东北证券	7.35%	1.12%	312	313	52%	62%	10%	13%	0.0%	0.02%	37%	26%
国金证券	7.19%	1.03%	298	380	67%	79%	8%	6%	0.0%	0.38%	25%	15%
财通证券	4.30%	0.97%	410	586	56%	61%	3%	3%	0.7%	0.28%	40%	36%
第一创业	5.60%	0.95%	171	223	79%	79%	4%	4%	0.0%	0.02%	17%	17%
西南证券	3.60%	0.87%	403	416	74%	76%	10%	5%	0.1%	0.01%	16%	19%
华西证券	4.77%	0.85%	328	355	65%	76%	1%	3%	0.4%	0.10%	33%	21%
天风证券	6.49%	0.85%	384	394	49%	43%	26%	14%	0.2%	0.33%	24%	42%
东兴证券	4.02%	0.84%	493	583	65%	77%	10%	6%	1.4%	0.37%	23%	16%
红塔证券	9.25%	0.77%	274	276	60%	82%	17%	4%	0.0%	0.00%	23%	14%
中泰证券	5.17%	0.75%	779	660	73%	73%	10%	10%	0.6%	0.54%	16%	16%
海通证券	4.43%	0.14%	2,688	2,700	57%	57%	17%	13%	0.4%	0.55%	25%	29%
长城证券	5.13%	-0.21%	345	433	59%	61%	5%	5%	0.0%	0.23%	36%	33%
合计	4.46%	2.19%	48317	52694	56%	58%	16%	15%	1.68%	2.04%	26%	24%

数据来源: Wind、各公司年报、开源证券研究所

表12: 2022 年上市券商直投+跟投合计利润贡献同比-62%，利润贡献占比-5.6%

单位: 亿元	PE 直投利润贡献			另类跟投利润贡献			利润贡献合计			利润贡献占比		
	2021	2022	YOY	2021	2022	YOY	2021	2022	YOY	2021	2022	同比
海通证券	26.08	5.28	-80%	16.83	16.60	-1%	42.91	21.88	-49%	33.5%	33.4%	0.0pct
中信证券	8.29	6.14	-26%	24.12	11.83	-51%	32.41	17.97	-45%	14.0%	8.4%	-5.6pct
中金公司	8.02	7.87	-2%	7.22	7.97	10%	15.24	15.83	4%	14.1%	20.8%	6.7pct
财通证券	0.30	0.46	52%	2.78	6.32	128%	3.08	6.78	120%	12.0%	44.7%	32.7pct
东方证券	2.56	0.68	-73%	5.03	5.97	19%	7.59	6.65	-12%	14.1%	22.1%	8.0pct
国泰君安	0.61	2.04	234%	5.32	2.77	-48%	5.93	4.81	-19%	3.9%	4.2%	0.2pct
中信建投	2.76	1.61	-42%	7.91	3.04	-62%	10.67	4.65	-56%	10.4%	6.2%	-4.2pct
招商证券	0.43	-0.05	-110%	10.12	4.50	-56%	10.55	4.45	-58%	9.1%	5.5%	-3.5pct
国元证券	0.82	0.44	-47%	1.40	3.00	115%	2.21	3.44	55%	11.6%	19.8%	8.2pct
中国银河	0.51	0.41	-20%	2.38	2.61	10%	2.89	3.02	4%	2.8%	3.9%	1.1pct
方正证券	1.37	2.09	53%	1.82	0.73	-60%	3.19	2.82	-11%	17.5%	13.1%	-4.4pct
长江证券	1.07	1.74	62%	2.35	0.57	-76%	3.42	2.31	-33%	14.2%	15.3%	1.1pct
国信证券	4.83	0.60	-88%	4.51	1.68	-63%	9.34	2.28	-76%	9.2%	3.8%	-5.5pct
广发证券	8.64	1.24	-86%	12.32	0.41	-97%	20.96	1.64	-92%	19.3%	2.1%	-17.2pct
东吴证券	0.58	0.01	-99%	3.55	1.16	-67%	4.13	1.17	-72%	17.3%	6.7%	-10.5pct
西南证券	0.16	-0.24	-247%	1.87	1.07	-43%	2.04	0.83	-59%	19.6%	26.8%	7.2pct
国金证券	0.50	0.66	31%	1.18	-0.18	-115%	1.69	0.48	-72%	7.3%	4.0%	-3.3pct
国海证券	1.87	0.40	-79%	0.00	0.00		1.87	0.40	-79%	24.4%	16.0%	-8.5pct
兴业证券	0.18	0.05	-72%	5.61	0.03	-99%	5.79	0.08	-99%	12.2%	0.3%	-11.9pct
浙商证券	0.08	0.00	-106%	0.00	0.00		0.08	0.00	-106%	0.4%	0.0%	-0.4pct
中银证券	0.78	-0.04	-105%	0.20	-0.17	-184%	0.98	-0.20	-121%	10.2%	-2.5%	-12.7pct

单位：亿元	PE 直投利润贡献			另类跟投利润贡献			利润贡献合计			利润贡献占比		
国联证券	0.21	-0.10	-148%	0.08	-0.37	-547%	0.29	-0.47	-261%	3.3%	-6.2%	-9.5pct
天风证券	0.79	-1.18	-250%	0.14	-0.15	-210%	0.93	-1.33	-244%	15.8%	8.8%	-7.0pct
申万宏源	-0.06	0.15	-336%	1.58	-1.79	-213%	1.52	-1.65	-208%	1.6%	-5.9%	-7.5pct
东兴证券	0.00	-0.25	-9351%	5.54	-1.48	-127%	5.54	-1.73	-131%	33.5%	-33.5%	-67.0pct
光大证券	5.49	-5.69	-204%	0.66	-1.43	-317%	6.15	-7.12	-216%	17.7%	-22.3%	-40.0pct
华泰证券	6.33	-6.86	-208%	7.31	-0.41	-106%	13.64	-7.27	-153%	10.2%	-6.6%	-16.8pct
合计	83.19	17.45	-79%	131.83	64.28	-51%	215.02	81.73	-62%	12.4%	6.8%	-5.6pct

数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

表13：2023Q1 科创板跟投浮盈改善

单位：亿元	上市日以来项目跟投浮盈浮亏 (假设锁定期后一直持仓)			
	证券公司	上市日至 2023Q1	2022 年期间	2023Q1 期间
	中金公司	32.84	-11.52	11.99
	中信证券	26.36	-16.68	5.71
	中信建投	26.34	0.39	3.26
	海通证券	23.50	-15.40	7.30
	国泰君安	12.98	-6.02	2.27
	华泰证券	10.84	-7.78	0.46
	国信证券	10.49	-2.48	1.27
	招商证券	8.51	-2.25	1.85
	民生证券	7.54	-6.39	-0.07
	东兴证券	4.91	-3.32	-0.25
	样本合计	164.31	-71.46	33.77
	跟投券商合计	216.84	-99.52	44.31

数据来源：Wind、开源证券研究所

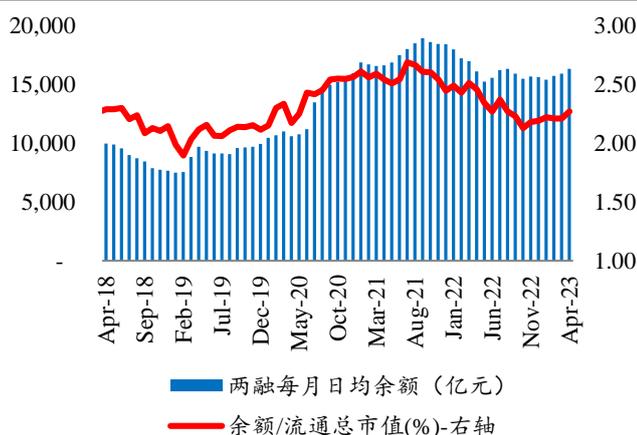
利息净收入：2022/2023Q1 上市券商利息净收入分别同比-4.2%/-17.7%。

(1) 2022 年上市券商利息净收入 5.8 亿，同比-4.2%。市场活跃度下滑导致两融业务规模同比下降。2022 年市场日均两融余额 1.56 万亿元，同比-15%。负债端成本有所下降，2022 年短期融资券/3 年/5 年证券公司债券利率分别为 2.42%/2.83%/3.20%，同比-0.48/-0.43/-0.38pct。

(2) 2023Q1 上市券商利息净收入 1.1 亿，同比-17.7%。全市场日均两融余额 1.59 万亿，同比-6%，较年初+2%。负债端成本小幅提升，短期融资券/3 年/5 年证券公司债券利率 2.75%/3.14%/3.37%，较 2022Q4 环比+0.25/+0.22/+0.20pct。

(3) 2022 年末上市券商股票质押规模 2279 亿，同比-4%，股票质押规模持续压降。

图24: 2022年两融日均余额同比-15%



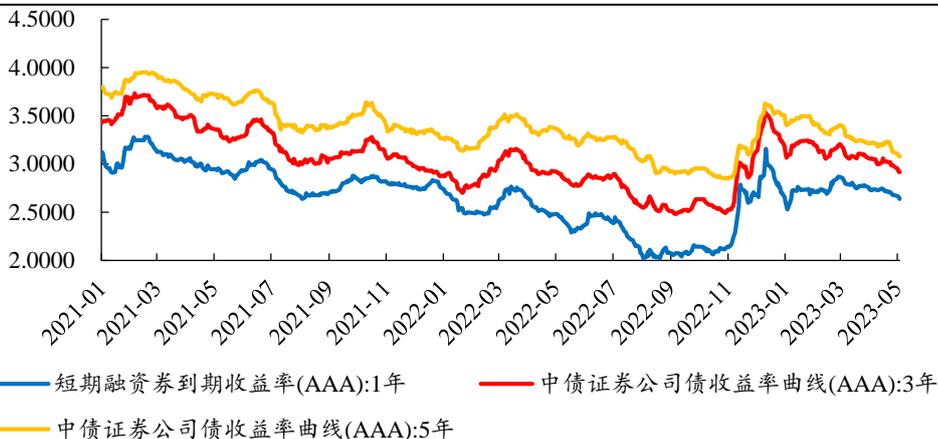
数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2022年上市券商股票质押规模同比-4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 2023Q1 券商债务融资成本环比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

表14: 2022/2023Q1 上市券商合计利息净收入分别同比-4%/-18%

单位: 亿元	利息净收入				利息收入				利息支出			
	2022	YOY	2023Q1	YOY	2022	YOY	2023Q1	YOY	2022	YOY	2023Q1	YOY
中信证券	58.1	9%	5.8	-42%	210.2	2%	52.6	6%	152.2	0%	46.8	19%
海通证券	62.1	-6%	10.8	-35%	198.2	5%	49.7	1%	136.1	10%	-39.0	-220%
长江证券	23.3	47%	5.7	19%	49.2	12%	12.4	8%	25.9	-8%	6.7	0%
国元证券	20.4	10%	4.4	-3%	37.6	18%	9.2	8%	17.2	27%	4.9	20%
东北证券	2.6	30%	0.3	-53%	15.6	-6%	3.3	-13%	13.0	-11%	3.0	-6%
太平洋	2.4	45%	0.6	16%	3.2	-12%	0.7	-13%	0.8	-59%	0.1	-62%
国金证券	14.0	18%	3.1	-3%	25.0	16%	6.2	1%	11.0	12%	3.0	6%
西南证券	3.6	8%	0.6	-25%	15.9	-5%	3.9	-4%	12.3	-8%	3.3	1%
光大证券	20.9	-16%	4.2	-30%	53.4	-14%	12.2	-16%	32.5	-13%	8.0	-5%
招商证券	13.4	-21%	4.9	159%	106.7	-6%	27.4	4%	93.3	-3%	22.5	-8%
广发证券	41.0	-17%	9.4	-5%	128.6	-6%	34.6	7%	87.5	0%	25.2	12%
华泰证券	26.3	-30%	3.0	-63%	137.4	-7%	35.5	2%	111.1	1%	32.5	21%

兴业证券	19.2	12%	5.0	23%	49.8	6%	12.7	10%	30.6	2%	7.7	3%
山西证券	0.6	-327%	-0.4	403%	12.7	3%	3.1	-9%	12.0	-4%	3.5	0%
方正证券	17.7	-14%	3.9	-8%	41.2	5%	10.4	1%	23.5	26%	6.6	6%
国海证券	4.6	330%	1.0	-27%	15.1	15%	3.8	-7%	10.5	-13%	2.9	2%
东吴证券	12.1	67%	2.7	71%	29.7	19%	8.2	25%	17.6	0%	5.5	10%
西部证券	-1.9	-195%	-0.9	114%	10.2	0%	2.5	4%	12.2	48%	3.4	19%
国信证券	18.3	-24%	4.5	11%	70.7	-6%	18.0	1%	52.4	3%	13.6	-2%
申万宏源	0.9	-91%	-1.0	35%	98.4	-12%	23.6	-6%	97.5	-4%	24.6	-5%
东兴证券	15.1	47%	2.7	-17%	29.0	7%	6.5	-7%	13.9	-17%	3.8	-203%
东方证券	16.4	12%	4.2	58%	56.9	-5%	14.4	7%	40.5	-10%	10.2	-5%
国泰君安	47.6	-15%	6.9	-45%	155.9	-1%	38.1	-6%	108.2	6%	31.2	11%
第一创业	2.1	5%	0.3	-39%	8.3	0%	1.8	-13%	6.2	-2%	1.5	-6%
浙商证券	7.8	16%	1.6	1%	24.1	6%	5.7	-4%	16.3	2%	4.1	-6%
中国银河	51.6	-5%	11.2	-14%	142.9	5%	36.4	3%	91.3	12%	25.3	12%
华安证券	4.5	-26%	1.1	-12%	14.2	-8%	3.8	1%	9.7	4%	2.7	8%
中原证券	1.3	-5%	0.4	306%	8.5	-16%	2.0	-6%	7.2	-18%	1.6	-21%
华西证券	12.2	4%	2.4	-23%	24.3	1%	5.7	-10%	12.1	-1%	3.3	1%
中信建投	23.9	37%	4.6	36%	95.3	6%	25.3	15%	71.4	-1%	20.8	11%
财通证券	7.5	-9%	1.1	-29%	23.9	-8%	6.0	-1%	16.4	-7%	4.9	9%
南京证券	9.4	-4%	2.5	14%	16.2	-6%	4.2	4%	6.8	-8%	1.7	-8%
长城证券	2.8	-23%	0.1	-88%	17.2	-7%	4.3	-7%	14.5	-3%	4.2	5%
天风证券	-12.6	27%	-3.1	13%	12.5	-18%	3.6	-5%	25.0	0%	6.7	2%
华林证券	4.0	-6%	1.0	-9%	7.0	-20%	1.5	-22%	2.9	-34%	0.5	-38%
红塔证券	0.9	314%	0.8	2070%	6.9	6%	2.2	45%	6.0	-4%	1.3	-9%
中银证券	8.09	-9%	2.11	14%	13.3	-17%	3.2	-3%	5.2	-28%	1.1	-24%
中金公司	-10.2	3%	-2.43	38%	81.5	12%	24.4	24%	-91.8	-211%	26.9	25%
国联证券	1.21	-44%	0.55	-24%	12.1	4%	3.6	10%	10.9	15%	3.1	20%
中泰证券	21.32	19%	3.65	-47%	54.7	7%	11.9	-23%	33.4	1%	8.2	-4%
合计	574.6	-4%	109.0	-18%	2,113	0%	534.9	2%	1,355.4	-11%	348.0	-10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：2022年两融业务萎缩，头部券商两融市占率仍保持稳定

亿元	2022 末融出 资金规模	YOY	两融市占率（2022 年）	较年初	两融市占率（2023Q1）	较年初
中信证券	1069.76	-4%	7.37%	-0.2%	7.40%	-0.1%
华泰证券	1006.48	-5%	6.93%	0.1%	6.99%	0.2%
国泰君安	871.16	-5%	6.00%	-0.4%	6.09%	-0.3%
中国银河	843.29	-3%	5.81%	0.1%	5.74%	0.0%
广发证券	828.23	-4%	5.70%	0.0%	5.69%	0.0%
招商证券	815.41	-4%	5.61%	-0.2%	5.62%	-0.1%
海通证券	678.44	-3%	4.67%	0.3%	4.61%	0.2%
申万宏源	613.00	-3%	4.22%	-0.2%	4.17%	-0.3%
中信建投	528.71	-7%	3.64%	0.3%	3.74%	0.4%
国信证券	526.72	0%	3.63%	0.0%	3.47%	-0.1%

亿元	2022 末融出 资金规模	YOY	两融市占率 (2022 年)	较年初	两融市占率 (2023Q1)	较年初
光大证券	368.14	-3%	2.53%	-0.3%	2.51%	-0.3%
中金公司	316.26	-11%	2.18%	-0.1%	2.35%	0.0%
中泰证券	309.63	-2%	2.13%	0.0%	2.09%	0.0%
兴业证券	286.47	-6%	1.97%	0.0%	2.01%	0.0%
长江证券	277.22	-8%	1.91%	-0.1%	1.98%	0.0%
方正证券	274.10	-6%	1.89%	0.3%	1.92%	0.4%
长城证券	219.67	-4%	1.51%	0.1%	1.51%	0.1%
国金证券	191.35	-11%	1.32%	0.1%	1.43%	0.2%
东方证券	194.99	-8%	1.34%	-0.1%	1.39%	0.0%
浙商证券	175.57	-8%	1.21%	0.1%	1.27%	0.1%
东吴证券	169.41	-7%	1.17%	0.0%	1.20%	0.0%
华西证券	164.02	-6%	1.13%	0.1%	1.15%	0.1%
财通证券	158.85	-7%	1.09%	-0.1%	1.13%	0.0%
国元证券	160.49	-4%	1.10%	0.0%	1.10%	0.0%
东兴证券	169.87	2%	1.17%	0.0%	1.10%	0.0%
东北证券	118.39	-8%	0.82%	0.0%	0.85%	0.1%
西南证券	114.75	-1%	0.79%	0.0%	0.77%	-0.1%
中银证券	105.34	-7%	0.73%	0.0%	0.75%	0.1%
国联证券	88.16	-12%	0.61%	0.0%	0.66%	0.0%
华安证券	91.33	-5%	0.63%	0.0%	0.64%	0.0%
南京证券	73.13	-4%	0.50%	0.0%	0.50%	0.0%
西部证券	74.90	-1%	0.52%	0.0%	0.50%	0.0%
国海证券	70.68	-6%	0.49%	0.0%	0.50%	0.0%
中原证券	70.17	-2%	0.48%	0.0%	0.47%	0.0%
山西证券	64.15	-3%	0.44%	0.0%	0.44%	0.0%
第一创业	61.17	-3%	0.42%	0.0%	0.42%	0.0%
天风证券	42.87	-12%	0.30%	0.0%	0.32%	0.0%
华林证券	41.59	-4%	0.29%	0.0%	0.29%	0.0%
太平洋	17.83	-1%	0.12%	0.0%	0.12%	0.0%
红塔证券	12.90	-9%	0.09%	0.0%	0.09%	0.0%

数据来源：各公司年报及季报、开源证券研究所

4、投资结论

自营是业绩胜负手，看好手续费收入改善。2022 年/2023Q1 上市券商归母净利润 1252/424 亿，同比-34%/+86%，年化 ROE 分别为 5.72%/7.38%。2022 年股市下跌、交易量萎缩，自营投资严重拖累业绩表现，券商手续费收入（经纪、投行、资管）均同比下降。2023Q1 券商自营投资同比明显改善驱动业绩高增，手续费收入同比仍承压。2023 年经济复苏，权益资产表现向好，居民储蓄逐渐流向理财产品，券商受益于权益资产弹性和财富管理线复苏。4 月以来，市场交易量、基金新发、IPO 数据边际提升明显，看好全年券商手续费收入改善。截止 2023 年 5 月 5 日，券商 PB/PB 估值分别为 1.35/20.1 倍，位于 2013 年以来 17%/34%，2023Q1 主动型基金重仓股中券商板块占比 1.09%，板块估值和机构持仓均处历史低位。

推荐标的：（1）低估值+盈利高弹性，大财富管理利润贡献较高，受益于基金市场回暖。受益标的：兴业证券，东方证券，广发证券。（2）互联网券商，受益于交易量和基金活跃度提升，受益于 AI 主线。受益标的：指南针，同花顺，东方财富。（3）低估值央企头部券商，盈利景气度向好。受益标的：中国银河。（4）券商三方引流政策放开后潜在受益标的。受益标的：财通证券，招商证券。

表16：2022 年 40 家上市券商大财富管理合计贡献 22%利润，同比+5pct

序号	名称	大财富管理线条利润		合计利润贡献		维度一： 代销金融产品贡献	维度二： 公募业务贡献	维度三： 资管业务贡献
		(亿元)		2022	同比增幅			
		2022	YOY					
1	东北证券	3.3	-10%	142%	119%	14%	86%	42%
2	西南证券	3.9	-13%	125%	82%	6%	117%	2%
3	长城证券	8.1	-6%	91%	41%	3%	84%	3%
4	第一创业	3.6	-6%	90%	38%	2%	73%	14%
5	国海证券	2.0	-17%	81%	49%	7%	50%	24%
6	中泰证券	4.3	7%	73%	61%	26%	27%	20%
7	东方证券	18.9	-35%	63%	9%	4%	26%	33%
8	兴业证券	13.6	-22%	52%	15%	9%	39%	4%
9	红塔证券	0.2	-77%	44%	39%	3%	-78%	118%
10	申万宏源	12.0	-9%	43%	29%	5%	24%	14%
11	光大证券	13.6	7%	43%	6%	8%	5%	30%
12	财通证券	6.2	-2%	41%	16%	6%	5%	30%
13	中银证券	2.9	38%	36%	14%	6%	0%	30%
14	广发证券	25.5	-20%	32%	3%	5%	26%	2%
15	华西证券	1.3	-17%	31%	21%	18%	0%	13%
16	招商证券	23.4	-13%	29%	6%	3%	21%	5%
17	中原证券	0.3	-41%	25%	16%	11%	0%	14%
18	海通证券	15.1	-18%	23%	9%	3%	12%	8%
19	华泰证券	24.7	-11%	22%	2%	4%	8%	10%
20	东兴证券	1.0	66%	20%	16%	5%	2%	13%
21	长江证券	2.8	-28%	19%	2%	7%	5%	6%
22	山西证券	1.0	5%	17%	5%	6%	0%	11%

23	华安证券	1.9	4%	16%	3%	1%	2%	13%
24	浙商证券	2.5	-24%	15%	0%	9%	1%	5%
25	中信证券	31.4	-20%	15%	-2%	4%	6%	4%
26	国信证券	8.8	-16%	14%	4%	4%	8%	2%
27	中金公司	10.7	-2%	14%	4%	8%	0%	6%
28	西部证券	0.6	60%	14%	11%	1%	7%	6%
29	国金证券	1.4	-25%	12%	4%	8%	0%	4%
30	国联证券	0.8	-8%	10%	1%	3%	-1%	8%
31	方正证券	2.1	-35%	10%	-8%	5%	1%	4%
32	中信建投	7.2	-12%	10%	2%	5%	0%	4%
33	国泰君安	9.1	-33%	8%	-1%	3%	3%	2%
34	东吴证券	1.2	4%	7%	2%	2%	1%	4%
35	国元证券	0.9	-18%	5%	-1%	2%	2%	2%
36	华林证券	0.2	-7%	4%	0%	2%	0%	3%
37	中国银河	3.3	-30%	4%	0%	4%	0%	0%
38	南京证券	0.1	-86%	1%	-4%	4%	-4%	1%
39	天风证券	3.7	-12%			0.1	0	3.6
40	太平洋	0.7	-1%			0.2	0	0.5
	合计	274.2	-16%	22%	5%	5%	10%	7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

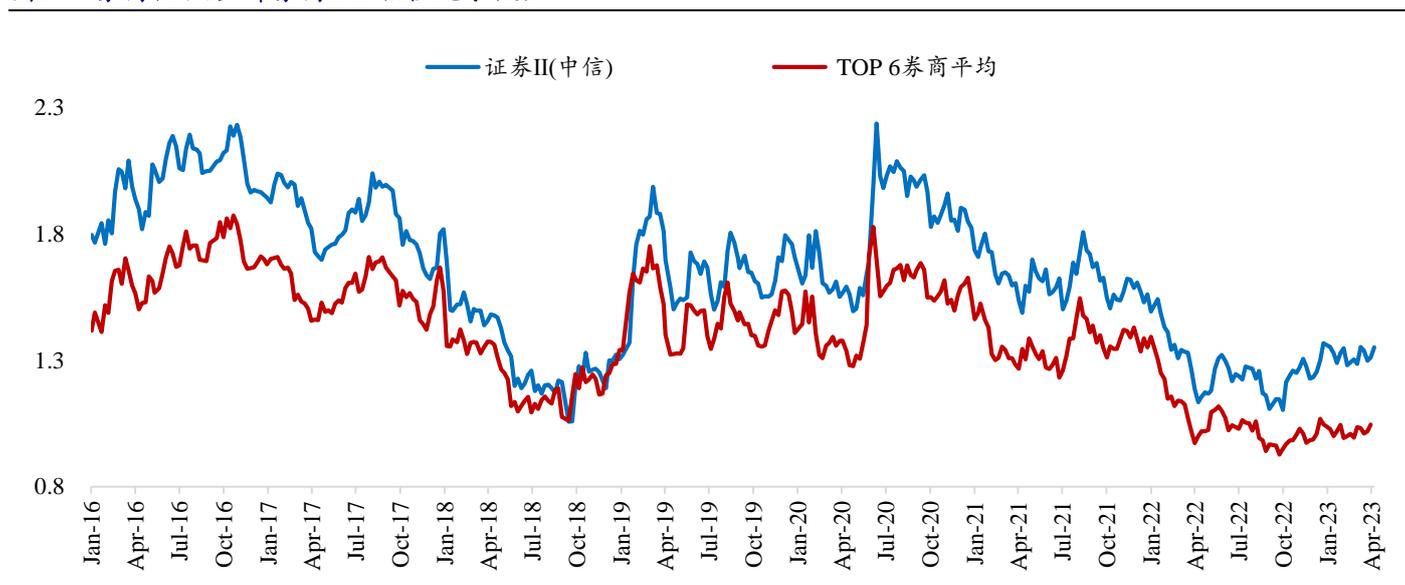
注：天风证券和太平洋证券 2022 年净利润为负，无法测算利润贡献，直接披露各分项绝对值。

表17：2022 年上市券商大投行利润贡献 19.7%，同比-5pct

序号	证券简称	大投行利润贡献 (亿元)		大投行利润贡献占比		维度一： 投行利润贡献	维度二： 直投利润贡献	维度三： 跟投利润贡献
		2022	YOY	2022	YOY			
1	海通证券	38.1	-42%	47.6%	19%	24.8%	8.1%	25.4%
2	天风证券	1.5	-49%	47.5%	-41%	-18.5%	7.8%	1.0%
3	东兴证券	0.9	-88%	43.9%	83%	50.0%	-4.9%	-28.6%
4	光大证券	0.2	-98%	42.2%	-194%	23.1%	-17.8%	-4.5%
5	国元证券	6.2	-3%	33.5%	-13%	16.0%	2.5%	17.3%
6	中信建投	26.6	-19%	32.0%	-10%	29.2%	2.1%	4.1%
7	中金公司	29.3	-13%	31.1%	-23%	17.7%	10.4%	10.5%
8	中信证券	54.8	-15%	26.7%	-25%	17.3%	2.9%	5.5%
9	东吴证券	3.7	-41%	26.1%	-39%	14.6%	0.0%	6.7%
10	东方证券	11.9	-11%	24.9%	-38%	17.6%	2.3%	19.8%
11	西南证券	1.0	-60%	24.5%	-6%	5.9%	-7.8%	34.6%
12	国海证券	0.2	-91%	22.9%	111%	-8.7%	16.0%	0.0%
13	长江证券	5.0	-7%	22.3%	39%	18.0%	11.5%	3.8%
14	国金证券	3.5	-32%	22.3%	23%	25.6%	5.5%	-1.5%
15	华林证券	0.7	-25%	18.6%	253%	14.5%	0.0%	0.0%
16	招商证券	10.2	-53%	18.6%	26%	7.1%	-0.1%	5.6%
17	太平洋证券	-0.1	-145%	18.4%	-538%	2.4%	0.0%	0.0%

18	财通证券	7.7	69%	17.8%	-2%	6.1%	3.0%	41.7%
19	中原证券	0.0	-105%	16.9%	-250%	-4.3%	0.0%	0.0%
20	方正证券	2.0	-38%	16.8%	-18%	-4.0%	9.8%	3.4%
21	广发证券	-0.2	-101%	16.0%	14%	-2.3%	1.6%	0.5%
22	浙商证券	2.7	-22%	15.9%	-16%	16.5%	0.0%	0.0%
23	华泰证券	-1.1	-105%	15.8%	-48%	5.6%	-6.2%	-0.4%
24	兴业证券	2.6	-71%	15.5%	8%	9.7%	0.2%	0.1%
25	南京证券	0.6	-62%	15.2%	21%	8.8%	0.0%	0.0%
26	国信证券	7.2	-52%	14.7%	-5%	8.0%	1.0%	2.8%
27	国联证券	0.5	-64%	14.5%	7%	12.1%	-1.3%	-4.8%
28	中银证券	-0.9	-168%	13.3%	-7%	-8.3%	-0.4%	-2.1%
29	国泰君安	18.8	10%	11.1%	-25%	12.1%	1.8%	2.4%
30	中泰证券	1.3	-63%	10.4%	9%	21.5%	0.0%	0.0%
31	申万宏源	4.2	-48%	8.5%	-8%	21.1%	0.5%	-6.4%
32	东北证券	0.2	-82%	8.0%	-10%	10.4%	0.0%	0.0%
33	长城证券	1.5	17%	7.0%	72%	17.0%	0.0%	0.0%
34	华西证券	0.0	-98%	6.2%	-12%	0.5%	0.0%	0.0%
35	红塔证券	0.3	-67%	5.3%	40%	72.3%	0.0%	0.0%
36	西部证券	0.2	-72%	5.2%	-48%	4.8%	0.0%	0.0%
37	中国银河	5.0	0%	4.8%	-36%	2.5%	0.5%	3.4%
38	山西证券	-0.3	-208%	3.1%	-61%	-4.7%	0.0%	0.0%
39	华安证券	0.5	86%	1.8%	143%	3.9%	0.0%	0.0%
40	第一创业	0.1	-145%	-2.1%	-114%	2.0%	0.0%	0.0%
	合计	246.4	-39%	19.7%	-5.0%	13.2%	1.4%	5.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：券商板块/头部券商 PB 估值处于低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：TOP6 券商指 2022 年末净资产排名前 6 的券商，分别为中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、招商证券、广发证券

表18：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2023/5/8	2022	2023E	2024E	2022	2023E	
300059.SZ	东方财富	16.12	0.65	0.73	0.91	24.80	17.71	买入
000776.SZ	广发证券	16.27	1.02	1.29	1.69	15.95	9.63	买入
600958.SH	东方证券	11.32	0.35	0.60	0.77	32.34	14.70	买入
300803.SZ	指南针	49.91	0.83	1.27	1.53	60.13	32.62	买入
300033.SZ	同花顺	177.68	3.15	3.86	4.70	56.41	37.80	买入
601108.SH	财通证券	8.00	0.36	0.46	0.51	21.94	15.70	未评级
601377.SH	兴业证券	6.90	0.35	0.49	0.56	19.79	12.30	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：财通证券、兴业证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

5、风险提示

- 市场波动风险；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn