

证券行业：资本市场改革驱动，证券行业中长期发展前景向好

2023年7月13日

看好/维持

非银行金融 行业报告

——证券行业2023年中期策略报告

分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001
分析师	高鑫 电话：010-66554130 邮箱：gaoxin@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070005

投资摘要：

行情回顾：随着国内疫情防控全面放开，宏观经济平稳复苏，叠加去年低基数影响，2023年一季度市场显著回暖。二季度以来，在国内经济复苏压力增大和美欧央行持续加息等外部事件的影响下，权益市场波动加剧，各大指数纷纷回吐年内涨幅，截至6月21日上证综指、沪深300、上证50、SWII 证券指数较年初涨跌幅分别为3.52%、-0.20%、-4.41%、0.49%。

政策梳理：作为连接投资者、资本市场和实体经济的重要桥梁，证券公司业绩的外生因素颇多，各项业务均受到宏观经济环境、政策、流动性和市场行情的影响。上半年，受内外部多因素影响，国内货币政策谨慎宽松；同时改革持续推进，全面注册制落地，资本市场进入高质量发展新阶段；转融通改革等各类监管政策亦打开了证券公司业务空间。预计下半年全方位、持续性且有力度政策呵护有望对维护市场稳定、提振投资者信心起到重要作用，证券行业经营将受益于政策层面的利好推动。

大财富：券商财富管理大逻辑向中长期演进。一季度，成交量&佣金率量价齐跌，证券经纪收入下滑，数据可比的45家上市券商经纪业务收入合计为254.49亿元，同比下降16.73%。在此背景下，财富管理转型仍是行业竞争的核心突破口，且市场空间巨大。券商通过金融产品代销业务开启财富管理转型，当前代销收入占经纪业务净收入比例达11.52%，是证券公司重要的业绩贡献者。随着券商的代销金融产品体系建设不断完善，业务重心向“重投顾”等高附加值、体现券商权益类产品投顾能力优势的方向迈进，证券公司财富管理转型逐步走向深化。

大投行：历经近4年试点与推进，全面注册制在年初初期落地，我们判断投行类业务是券商中长期最具确定性的业绩增长点。一季度，受发行节奏和基数效应影响，IPO发行规模有所回落，融资规模650.79亿元，同比降幅为63.82%，但二季度IPO呈现快速复苏态势，募资金额1,445.78亿元，同比增长9.49%。注册制落地后，小额快速再融资的简易程序推广至主板，掀起了一轮定增“小高潮”，上半年市场再融资规模合计4091.13亿元，同比增长70.44%。我们认为，全面注册制落地后，我国资本市场将更好的发挥便捷融资功能，国内企业上市热情持续高涨。从中长期角度，全面注册制打开了证券公司投行业务增量空间，并有望带动行业景气度不断上行。

大自营：2023年一季度权益市场行情转暖，证券公司把握阶段性行情机会，一季度自营业务贡献了较强的业绩弹性，上市券商合计实现投资收益+公允价值变动损益547.47亿元，去年同期为-9.50亿元，同比扭亏。二季度起，市场剧烈波动给证券公司自营投资带来严峻考验。在当前券商业务结构变化趋势下，自营收入的稳定性和持续增长性成为决定券商业绩的关键因素，面对股债市场的剧烈波动，券商的资产结构、投资能力和风控能力的重要性更加凸显。

投资建议：我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外，证券ETF亦是重要的配置选择。

推荐标的——中信证券：作为行业的绝对龙头，中信证券不仅业务上无明显短板，综合实力业内突出，而且业务结构具有一定特色和异质化，抗周期属性初步显现，公司配股完成后，资本实力得到有效补充，业务结构有望持续优化，进一步提升盈利能力 and 综合竞争力，我们坚定看好公司的长期发展前景和构建“券业航母”的未来。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PB				评级	
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
中信证券	1.42	1.73	2.20	2.59	1.09	1.03	0.96	0.88	1.07	推荐

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

目 录

1. 行情回顾：市场回暖带动业绩改善，上半年板块行情企稳	4
2. 政策梳理：注册制平稳落地，改革加速推进促进资本市场良性发展	5
3. 大财富：券商财富管理大逻辑向中长期演进	7
4. 大投行：投行类业务是券商中长期最具确定性的业绩增长点	12
5. 大自营：市场波动加剧，资产结构、投资能力和风控能力的重要性凸显	13
6. 投资建议：	15
6.1 推荐标的：中信证券——投行业务成长性凸显，构筑增长“主引擎”	15
7. 风险提示	16
相关报告汇总	17

插图目录

图 1：截至 2023 年 6 月 21 日市场重点指数及证券行业走势情况	4
图 2：截至 2023 年 6 月 21 日板块内（SWII+指南针）个股涨跌幅情况	4
图 3：上市券商 2023Q1 营业收入及同比变动情况	5
图 4：上市券商 2023Q1 归母净利润及同比变动情况	5
图 5：2010 年以来中债十年期国债收益率走势情况（单位：%）	6
图 6：2019 年以来 LPR 报价变动情况（单位：%）	6
图 7：我国资本市场全面深化改革重要时间节点及期间市场交易额情况（单位：亿元）	7
图 8：2018-2023Q1 市场股基日均成交金额情况	8
图 9：2018-2023Q1 市场债券累计成交规模情况	8
图 10：上市证券公司 2023Q1 经纪业务净收入及同比变动情况	8
图 11：2015-2023Q1 我国居民可支配收入情况	9
图 12：2015 年 6 月-2023 年 5 月投资者数量情况	9
图 13：上市券商 2022 年年报代销金融产品佣金收入情况	9
图 14：2018-2023H 市场股权融资募集资金情况	12
图 15：2018-2023H 市场 IPO 及再融资规模及家数情况	12
图 16：上市证券公司 2023Q1 自营收益（投资收益+公允价值变动损益）情况概览	14
图 17：2016-2022 上市证券公司自营资产配置情况	14
图 18：2017-2022 上市券商自营固定收益类资产规模情况	15
图 19：2017-2022 上市券商自营权益类资产规模情况	15

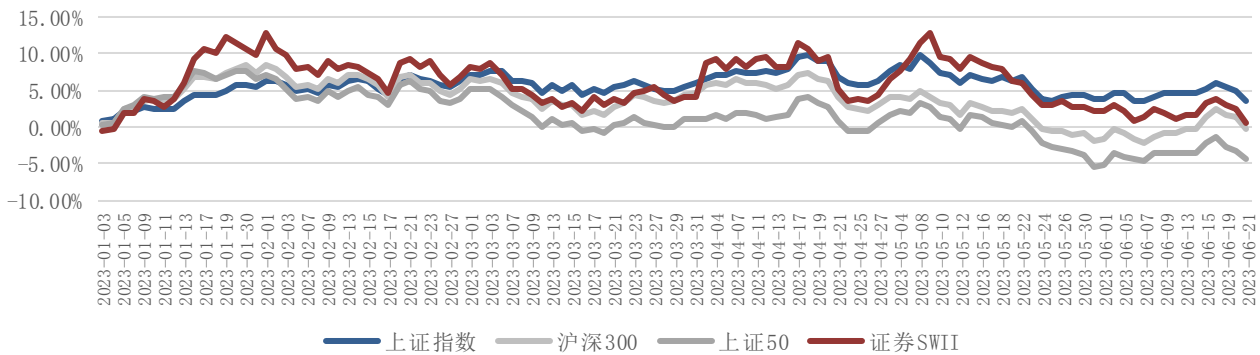
表格目录

表 1：2023Q1 基金销售机构公募基金销售保有规模 TOP100 中证券公司排名及规模情况	10
表 2：2023 年一季度市场 IPO 发行情况	13
表 3：2023 年二季度市场 IPO 发行情况	13
表 4：中信证券盈利预测	16

1. 行情回顾：市场回暖带动业绩改善，上半年板块行情企稳

市场助力，上半年证券板块行情企稳。随着国内疫情防控全面放开，宏观经济平稳复苏，叠加去年低基数影响，2023年一季度市场显著回暖，截至3月31日，主要指数中上证综指、沪深300、上证50较年初分别上涨5.94%、4.63%、1.01%，申万二级证券指数上涨4.13%；二季度，在国内经济复苏压力增大和美欧央行持续加息等外部事件的影响下，权益市场波动加剧，各大指数纷纷回吐年内涨幅，截至6月21日上证综指、沪深300、上证50、SWII证券指数较年初涨跌幅分别为3.52%、-0.20%、-4.41%、0.49%。

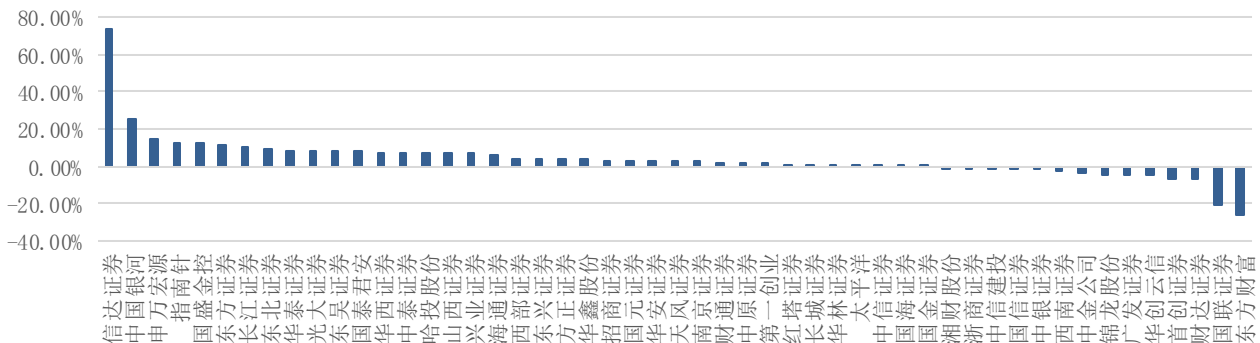
图1：截至2023年6月21日市场重点指数及证券行业走势情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

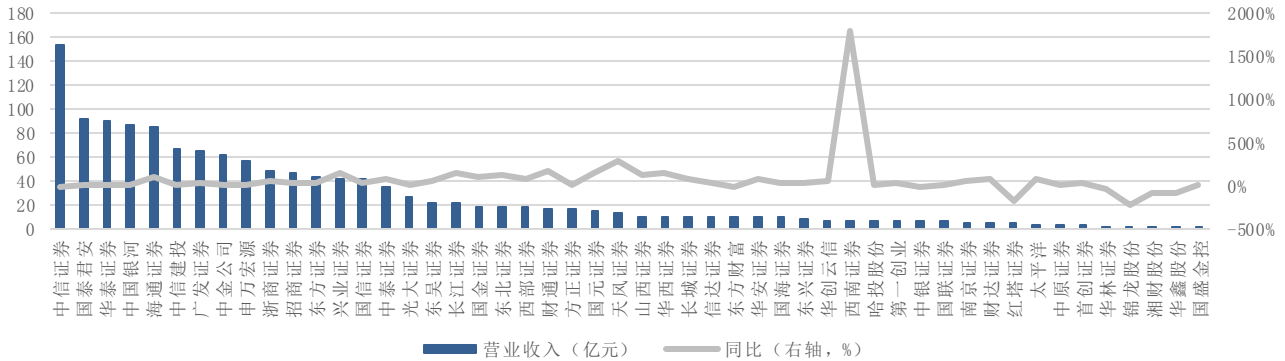
证券个股涨跌不一，低估值、AI概念标的均有表现。截至2023年6月21日，板块涨幅前五分别为信达证券、中国银河、申万宏源、指南针和国盛金控，其中信达证券为年内发行的新股，自2月1日上市以来涨幅达到73.21%，排名板块第一；指南针发力金融科技平台建设，较年初涨幅达13.09%；中国银河、申万宏源等低估值标的和整改完成标的国盛金控涨幅分别为25.59%、14.36%、12.96%。

图2：截至2023年6月21日板块内（SWII+指南针）个股涨跌幅情况

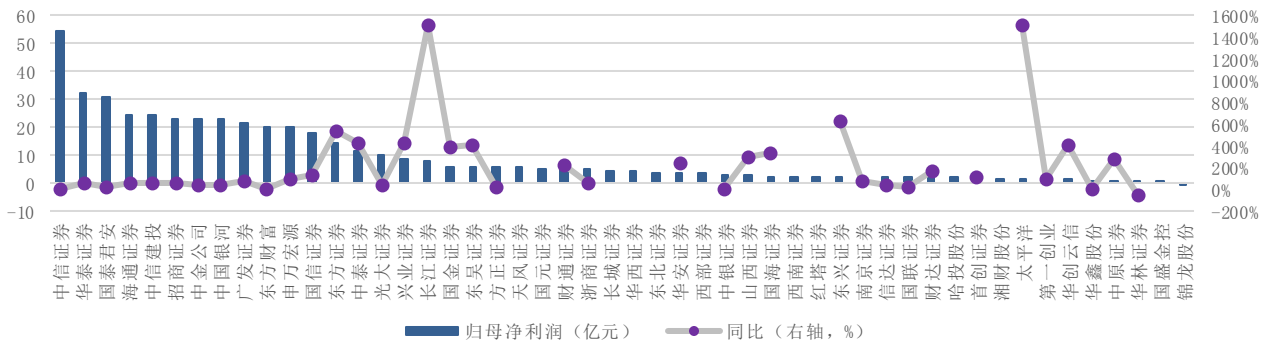


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

低基数效应下，一季度业绩修复显著。证券公司具有较强的 β 属性，各项核心业务收入与行情高度相关，一季度权益市场复苏势头正盛，上市券商自营投资收益回暖，业绩修复显著。一季度，上市券商营业收入1377.72亿元，同比增长37.19%；归母净利润456.13亿元，同比增长84.95%。

图3：上市券商 2023Q1 营业收入及同比变动情况


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：上市券商 2023Q1 归母净利润及同比变动情况


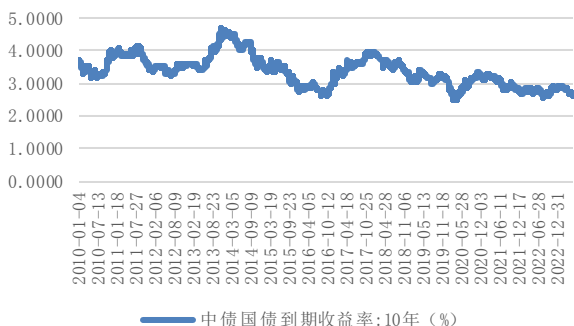
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 政策梳理：注册制平稳落地，改革加速推进促进资本市场良性发展

作为连接投资者、资本市场和实体经济的重要桥梁，证券公司业绩的外生因素颇多，各项业务均受到宏观经济环境、政策、流动性和市场行情的影响。2023 年初以来，疫情影响逐步消退，但国内复苏节奏不及预期，外部负面因素影响仍存，均令我国权益市场承受较大压力。证券行业业绩和估值的修复程度亦不及预期。但我们预计，为加快经济复苏，帮助实体经济度过难关，维护资本市场稳定，继全面注册制平稳落地后，更多政策层面利好有望加快落地进程。下半年全方位、持续性且有力度的政策呵护有望对维护市场稳定、提振投资者信心起到重要作用，证券行业经营将受益于政策层面的利好推动。

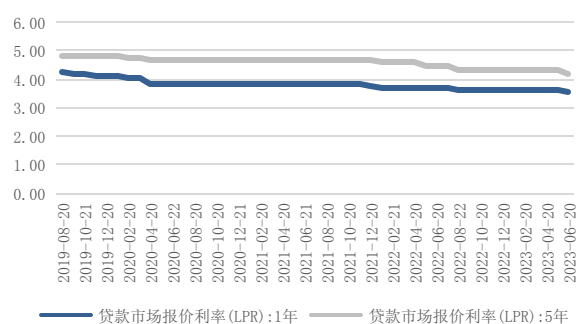
受内外部多因素影响，国内货币政策谨慎宽松。上半年央行共实施一次降准&一次降息，分别是 3 月 17 日宣布下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，6 月 20 日央行 1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）较此前利率下降 10 个基点。上半年货币政策旨在保持流动性合理充裕，为实体经济复苏提供有利的货币金融环境，促进降低实体经济综合融资成本，增强市场信心，亦是在考虑到美欧央行持续加息，中美、中欧利差倒挂程度加剧等多方面因素后做出的谨慎选择。预计随着美欧加息频率趋缓、力度下降，后续国内各项货币政策工具将具备更大操作空间，助力国内二级市场风险偏好改善，对市场流动性、北上资金、新增机构及个人投资者规模和资金规模等核心要素的影响更趋积极。

图5：2010年以来中债十年期国债收益率走势情况(单位：%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

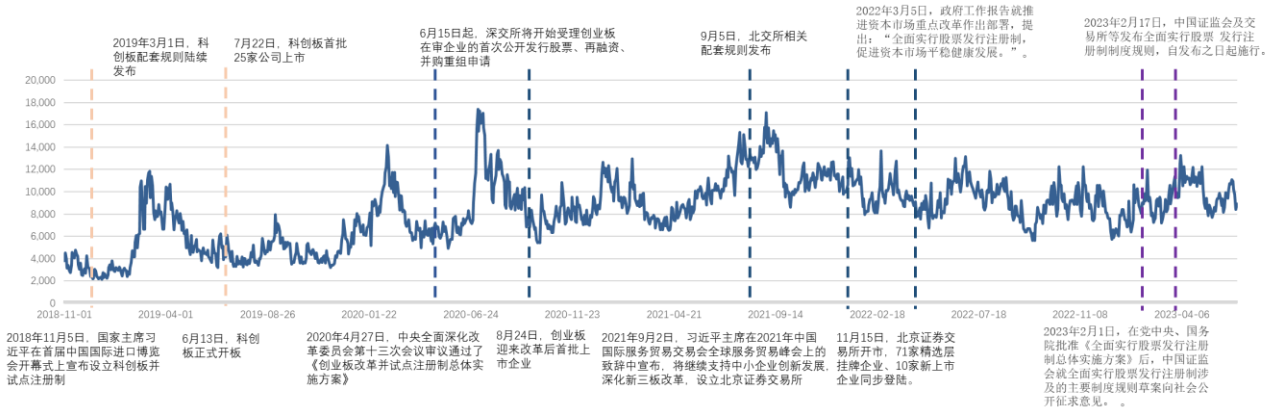
图6：2019年以来LPR报价变动情况(单位：%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

年初转融资市场化改革开启，监管“让利”降低证券公司业务成本，激发两融业务中各方的参与热情。2月17日，中证金融发布《中国证券金融公司转融通业务规则（试行）（2023年修订）》（已于6月再次修订）等规则；2月21日，中证金融公司市场化转融资业务试点上线。转融资业务开启市场化改革，采取“灵活期限、竞价费率”交易方式，证券公司可以自主选择期限、自行申报费率，通过竞价方式、借助转融通平台按照竞价匹配规则自动撮合成交。同时，规则修订后转融券费率差统一降至0.6%，并取消转融通业务保证金比例档次最低20%的限制，有效降低券商借入成本和资金占用。转融通业务规则修订是资本市场全面注册制改革下提升资金流通效率的重要一环，券源扩大、成本降低、机制优化、灵活高效匹配供给和需求均为融资融券业务打开增量空间，提升证券公司盈利能力；各类投资者融资融券业务参与热情提升之下，市场两融余额也有望稳步上行，进而持续改善A股市场流动性，形成市场和投资者需求的共振。

全面注册制落地，资本市场进入高质量发展新阶段。2月1日，全面注册制相关制度规则发布征求意见稿，随后，经过监管部门的高效推动，证监会、交易所、全国股权公司、中国结算等多部门于2月17日发布共165部正式规则，标志着注册制的制度安排基本定型，并推广到全市场和各类公开发行股票行为，A股全面股票发行注册制正式实施。全面注册制一定程度上降低了企业发行上市的硬性财务指标要求，有助于发挥资本市场便捷融资功能，支持实体经济通过直接融资募集资金，为我国经济高质量发展的新格局打好渠道基础；同时，通过市场选择实现上市企业的优胜劣汰，有望进一步优化市场结构和投资生态，令优质企业与投资者实现共赢、相互成就，从而激发资本活力、提振市场信心、提升交易活跃度。

图7：我国资本市场全面深化改革重要时间节点及期间市场交易额情况（单位：亿元）


资料来源：iFinD、中国证监会、上交所网站、中国证券报、财联社，东兴证券研究所

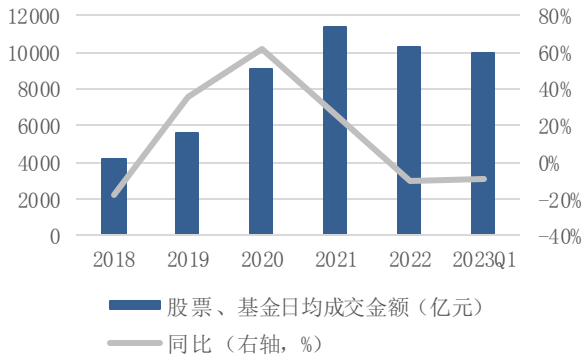
全面注册制下券商投行业务将直接受益，其中头部公司竞争优势长期看将更为突出。作为注册制下资本市场的“守门人”和改革的主要参与者，全面注册制落地将持续为服务实体经济、支持企业直接融资拓宽新渠道，打开了证券公司投行业务增量空间；同时，资本市场改革的加快推进将与证券行业自身发展产生共振，进而带动行业景气度不断上行。注册制要求下新股的定价权更多的交给市场，这对当前主承销商的发行定价、承销能力提出了更高的要求，而头部券商在询价&定价能力、客户资源等方面均具备更大优势，发行周期、募资规模和业内口碑形成正循环，进一步推动优质项目向其集中，提升其业绩增长的稳定性和确定性。

我们认为，全面注册制落地是资本市场改革提速扩面的重要里程碑，“是起点不是终点”，未来一段时期支持资本市场良性发展的政策有望持续加快推出。预计随着监管法规助力上市、退市制度得到规范化、常态化执行，不断优化资本市场运行环境，对证券行业发展与竞争的引导作用逐步显现，市场生态有望进一步优化和改善，有望吸引机构和居民等各类主体中长期价值投资资金加速进场，在改善流动性的同时实现市场蛋糕做大、实体融资需求高效匹配和各类投资者回报提升的正向循环，进而提升证券公司这一核心中介机构的业绩和估值预期。

3. 大财富：券商财富管理大逻辑向中长期演进

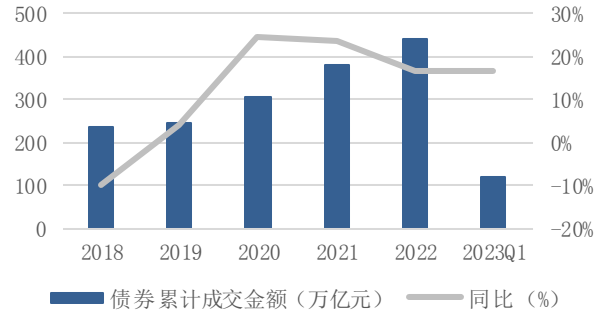
成交量&佣金率量价齐跌，证券经纪收入下滑。2023年一季度，市场成交规模同比下降，叠加行业竞争进一步加剧、佣金率下滑、新发基金遇冷拖累代销业务等原因，上市券商经纪业务收入同比降幅较大。数据可比的45家上市券商经纪业务收入合计为254.49亿元，同比下降16.73%；其中仅2家券商（天风证券、首创证券）实现净增长，收入分别为2.68亿元和0.58亿元，同比增长13.53%和1.18%；排名前三的仍为中信证券、国泰君安、华泰证券，实现经纪业务净收入25.92亿元、16.07亿元、15.33亿元，同比降幅分别为18.65%、17.44%、13.83%。

图8：2018-2023Q1 市场股基日均成交金额情况



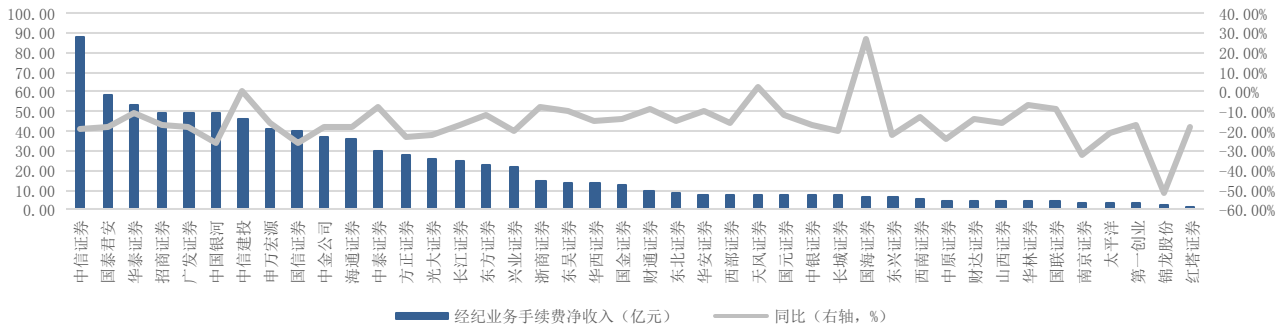
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：2018-2023Q1 市场债券累计成交规模情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：上市证券公司 2023Q1 经纪业务净收入及同比变动情况

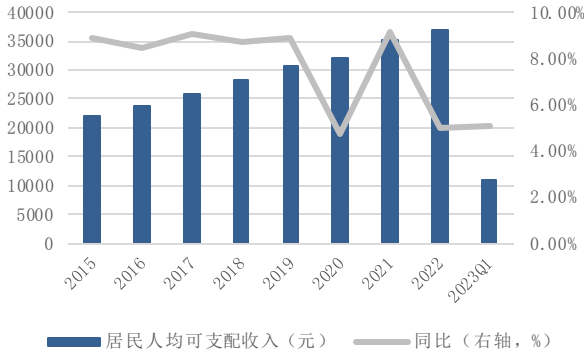


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

经纪业务佣金率下滑趋势延续，财富管理转型仍是行业竞争的核心突破口。随着证券行业竞争的不断加剧，传统经纪业务作为低附加值业务成为价格战的主战场，近年来佣金率呈现快速下降态势，上半年市场交易情绪低迷加剧交易佣金收入的下滑。在此背景下，高附加值的财富管理业务发展的重要性得到进一步提升。当前，财富管理转型仍为券商深度挖掘客户价值，加强各业务板块间协同，提升佣金业务附加值的关键突破口。

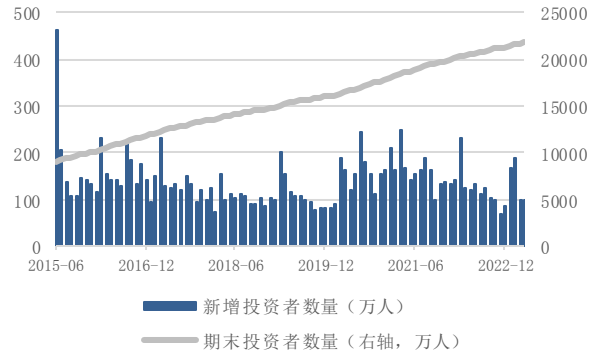
国内财富管理仍是朝阳行业，市场空间巨大。在我国十四五规划中，推动经济总量和城乡居民人均收入迈上新台阶是事关民生福祉的重点任务。随着我国经济进入高质量发展阶段，可以预见，未来一段时期居民可支配收入仍将平稳较快增长，居民可投资资产的持续积累、投资结构的加速迭代和投资理念的不断变化将进一步打开国内财富管理业务空间。此外，我国居民的证券市场参与度逐渐提升，截至2023年5月股票市场累计开户人数已达到2.18亿人，不断增强的投资意识和持续革新的投资理念有望进一步提升其对券商财富管理和资产管理的认可度。

图11：2015-2023Q1 我国居民可支配收入情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

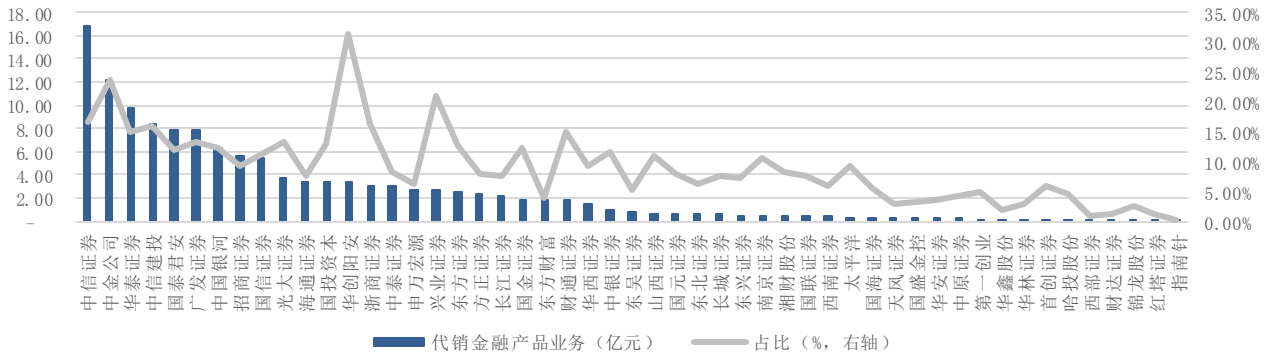
图12：2015年6月-2023年5月投资者数量情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

新发基金预冷等因素下，金融产品代销业务短期收入低迷。在财富管理转型的初级阶段，代销金融产品可以迅速满足客户投资需求，代销金融产品体系建设为后续做好基金投顾、提升客户体验、真正实现客户资产保值增值提供丰富的产品供给，是财富管理转型的核心一环。但年内股债市场波动性较大，部分基金产品回撤大、赚钱效应弱，使得证券公司代销收入承压。2022 年全年上市券商代销金融产品佣金净收入约为 129.01 亿元，占经纪业务净收入比例达 11.52%，是证券公司重要的业绩贡献者。如何降低代销收入对市场行情的敏感性，进而弱化其周期属性，成为券商相对稳定增长的收入来源，是当前券商财富管理业务的重要破局之道。我们认为，代销产品的结构变化和渠道的不断扩面或是相对有效的方法。

图13：上市券商 2022 年年报代销金融产品佣金收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公募基金投顾业务转常规，买方投顾或成为代销金融产品业务增速低迷下券商财富管理转型的胜负手。在历经近三年的业务试点工作后，证券公司基金投顾业务运行平稳，为推进财富管理转型开拓了新渠道。6 月 9 日，证监会发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》，推动基金投顾业务转常规，基金投顾业务长期、规范、健康发展得到有力的法治保障。随着基金代销向买方投顾转化，客户吸引力和黏性不断加强，券商的财富管理有望向更深层次演进。此外，证监会 7 月初启动的基金费率改革，通过降费、推进创设更多浮动费率产品等方式让利于民，或将一定程度上改善基金投资需求，通过“以量补价”的方式带动券商公募基金业务的发展。

虽然基金发行各环节仍偏低迷，但从截至2023年第一季度中国证券基金业协会公布的基金销售机构公募基金保有规模前100家数据来看，证券行业保有规模稳中微增。我们认为，伴随着市场波动和市场有效性的提升，投资者的基金投资偏好发生变化，ETF等各类被动型基金需求增加，对券商渠道形成直接利好。同时，券商具备较强的投顾能力和全业务链协同优势，有望更充分发挥买方投顾能力和业务协同，保持公募基金业务和基金投顾业务良好的发展势头。

表1：2023Q1 基金销售机构公募基金销售保有规模 TOP100 中证券公司排名及规模情况

市场排名	机构名称	机构类型	股票+混合公募基金保有规模			非货币市场公募基金保有规模		
			当期值 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	当期值 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)
9	中信证券	券商	1309	12.55%	-7.62%	1574	19.60%	-9.17%
10	华泰证券	券商	1282	4.23%	4.57%	1432	8.81%	4.75%
17	广发证券	券商	832	8.05%	1.34%	986	13.07%	4.01%
18	中信建投	券商	718	24.22%	-0.69%	788	24.49%	-2.35%
19	招商证券	券商	700	14.38%	2.49%	752	15.69%	2.17%
24	中国银河	券商	576	4.35%	0.88%	598	5.28%	0.50%
25	国信证券	券商	536	20.45%	12.37%	565	18.70%	10.57%
26	国泰君安	券商	501	6.37%	0.40%	628	13.36%	-1.57%
27	平安证券	券商	497	1.43%	-1.58%	529	5.17%	0.19%
30	东方证券	券商	411	9.02%	3.53%	433	4.59%	5.87%
31	海通证券	券商	407	11.51%	11.51%	437	7.90%	2.10%
32	兴业证券	券商	392	-2.00%	2.62%	413	2.23%	1.47%
33	中金财富	券商	389	46.79%	9.27%	482	39.71%	8.31%
34	申万宏源	券商	364	49.18%	7.06%	423	69.88%	0.48%
37	东方财富	券商	325	513.21%	8.70%	440	621.31%	10.83%
40	长江证券	券商	289	5.09%	0.35%	313	7.19%	0.97%
42	中泰证券	券商	273	16.67%	8.76%	322	21.05%	6.98%
44	光大证券	券商	269	-11.51%	2.67%	290	-8.52%	2.47%
45	安信证券	券商	267	11.72%	7.66%	295	16.14%	7.66%
48	中银国际	券商	231	12.68%	9.48%	234	12.50%	9.86%
49	方正证券	券商	230	-2.13%	3.14%	239	-2.45%	2.58%
52	国金证券	券商	210	12.30%	17.98%	213	12.11%	18.33%
53	华西证券	券商	165	-1.20%	6.45%	168	-1.18%	5.00%
55	华福证券	券商	130	8.33%	12.07%	139	11.20%	14.88%
57	浙商证券	券商	112	13.13%	1.82%	142	15.45%	9.23%
59	长城证券	券商	104	8.33%	2.97%	105	7.14%	1.94%
61	华宝证券	券商	96	-21.31%	4.35%	152	22.58%	6.29%
62	东北证券	券商	95	37.68%	-2.06%	129	27.72%	1.57%
65	恒泰证券	券商	81	62.00%	0.00%	92	9.52%	6.98%

67	湘财证券	券商	73	15.87%	17.74%	78	21.88%	21.88%
68	东吴证券	券商	73	-15.12%	0.00%	74	-16.85%	-1.33%
69	东莞证券	券商	72	16.13%	7.46%	80	15.94%	5.26%
71	财通证券	券商	66	-	11.86%	97	-	12.79%
72	国元证券	券商	64	12.28%	-4.48%	99	15.12%	-7.48%
75	国联证券	券商	58	7.41%	7.41%	70	-1.41%	0.00%
76	中航证券	券商	56	33.33%	16.67%	71	39.22%	10.94%
78	信达证券	券商	53	60.61%	-1.85%	59	73.53%	0.00%
79	山西证券	券商	52	-1.89%	1.96%	93	24.00%	9.41%
81	中原证券	券商	50	31.58%	2.04%	55	37.50%	1.85%
83	西南证券	券商	45	32.35%	2.27%	48	37.14%	6.67%
84	东兴证券	券商	43	10.26%	7.50%	65	32.65%	14.04%
86	第一创业	券商	41	-22.64%	2.50%	49	-10.91%	0.00%
87	民生证券	券商	40	11.11%	2.56%	42	7.69%	2.44%
88	国海证券	券商	38	0.00%	5.56%	49	2.08%	6.52%
89	南京证券	券商	38	2.70%	5.56%	40	8.11%	2.56%
91	万联证券	券商	37	-2.63%	-11.90%	38	-2.56%	-11.63%
93	华安证券	券商	37	23.33%	0.00%	51	34.21%	0.00%
97	上海证券	券商	32	3.23%	-11.11%	40	14.29%	-2.44%
98	天风证券	券商	32	-	-	37	-	-
99	渤海证券	券商	32	-3.03%	0.00%	36	-12.20%	-2.70%
100	东海证券	券商	31	-	-	34	-	-

资料来源：中国证券投资基金业协会，东兴证券研究所

控、参股公募基金为券商财富管理转型提供有力抓手、贡献可观业绩。在资管新规要求下，市场各类资管机构实现同台竞技，这要求券商资管提升主动管理能力。扩大募集资金范围、大力发展集合类产品、顺应监管趋势推动大集合产品公募化改造、深度参与公募市场、积极申请公募牌照是应对业务转型的必要举措，也是证券公司财富管理转型产品线建设的重要抓手。控股公募基金公司为券商大财富管理条线提供丰富产品支持，是券商综合竞争实力的体现。其中，头部券商如中信证券、广发证券等，在控股优质公募基金管理平台收获投资收益的同时，极大丰富了自身财富管理业务的产品供给，不断与先进投资理念接轨，提升投资能力，业务综合实力获得市场认可。同时，控参股公募平台也有望成为重要的客户导流渠道。

综上，从券商业务发展角度来看，当前市场对证券行业的核心关注点仍在财富管理主线。在推进财富管理转型过程中，券商的代销金融产品体系建设不断完善，同时业务重心正努力迈向“重投顾”等高附加值、体现券商权益类产品投顾能力优势的方向迈进，转型正在逐步走向深化。预计随着业务重心的不断转移，财富管理大逻辑将向中长期演进，面对行业内日趋激烈的竞争态势，拥有丰富机构客户资源和较强产品投顾和配置能力的券商头部财富管理平台有望继续发挥投顾能力整体优势，实现财富管理业务收入和业绩占比的进一步提升。

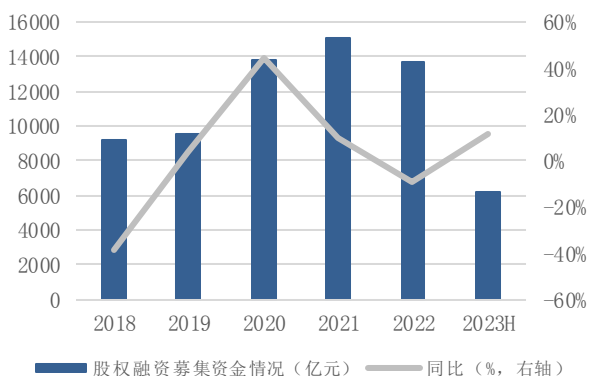
4. 大投行：投行类业务是券商中长期最具确定性的业绩增长点

历经近4年试点与推进，全面注册制在年初如期落地。2023年2月1日，中国证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案向社会公开征求意见；2023年2月17日，注册制相关制度规则正式发布，A股市场进入全面注册制时代。自2019年6月科创板开板开启注册制试点，驶入推行全面注册制的快车道，到2020年8月创业板注册制落地，再到2021年11月北交所开市，经历近4年的摸索与尝试，注册制改革经验逐步积累，配合资本市场环境的持续改善，投资者结构的不断优化，发行人和中介机构的合规诚信意识逐步增强，全面注册制落地水到渠成。

上半年市场股权融资规模为6187.70亿元，同比增长12.11%。其中受发行节奏和基数效应影响，一季度IPO发行规模有所回落。2022年全年市场IPO规模创历史新高，2023Q1在上年同期有大型IPO上市的高基数下，整体规模下降幅度较为明显。其中，总融资规模650.79亿元，同比降幅为63.82%；单均规模为9.57亿元，同比下降54.24%。除基数效应外，今年春节假期时间提前、后疫情阶段展业恢复进度不及预期等因素均影响了IPO的发行节奏。但二季度以来，在全面注册制落地并稳步推进之下，股权融资市场呈现快速复苏态势，二季度全市场IPO已发行105单，募资金额1,445.78亿元，募资规模较去年同期增长9.49%。

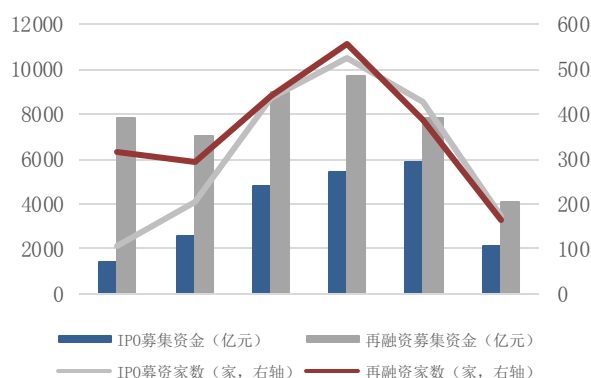
IPO规模同比下滑的同时，依靠再融资发力，市场股权募资规模保持平稳。作为全面施行股票发行注册制的一部分，再融资制度也进行了相应修订，小额快速再融资的简易程序推广至主板，掀起了一轮定增“小高潮”。一季度市场再融资规模达2480.43亿元，同比增长61.46%；二季度进一步提速，上半年市场再融资规模合计达4091.13亿元，同比增长70.44%。

图14：2018-2023H市场股权融资募集资金情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：2018-2023H市场IPO及再融资规模及家数情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

全面注册制落地，上市公司结构更加均衡，A股市场格局不断完善。其中，主板主要服务于成熟期大中型企业；科创板突出“硬科技”特色，大力支持国内高新技术企业发展，同时发挥资本市场改革“试验田”作用；创业板则主要服务于成长型创新创业企业；北交所与全国股转系统共同打造服务创新型中小企业主阵地。主板、科创板、创业板、北交所，不同板块错位发展、相互补充、凝聚合力，为符合板块定位的企业畅通直接融资渠道。2023年一季度IPO上市企业68家，其中上证、深证主板、创业板、科创板和北交所分别吸纳14家、8家、15家、9家和22家；二季度IPO上市企业105家，上证、深证主板、创业板、科创板和北交所分别吸纳7家、9家、37家、32家和20家。

表2：2023年一季度市场IPO发行情况

行标签	IPO 数量 (家)	IPO 募资合计 (亿元)	单均募资金额 (亿元)	承销及保荐费合计 (亿元)	承销保荐费率 (%)
上证主板	14	173.32	12.38	12.04	6.95%
深证主板	8	66.13	8.27	4.68	7.08%
创业板	15	258.03	17.20	16.19	6.27%
科创板	9	116.94	12.99	9.25	7.91%
北交所	22	36.37	1.65	2.96	8.14%
综合	68	650.79	9.57	45.12	6.93%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表3：2023年二季度市场IPO发行情况

行标签	IPO 数量 (家)	IPO 募资合计 (亿元)	单均募资金额 (亿元)	承销及保荐费合计 (亿元)	承销保荐费率 (%)
上证主板	7	103.30	14.76	5.47	5.30%
深证主板	9	147.58	16.40	8.47	5.74%
创业板	37	390.41	10.55	27.72	7.10%
科创板	32	759.86	23.75	36.80	4.84%
北交所	20	44.63	2.23	3.25	7.27%
综合	105	1445.78	13.77	81.71	5.65%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

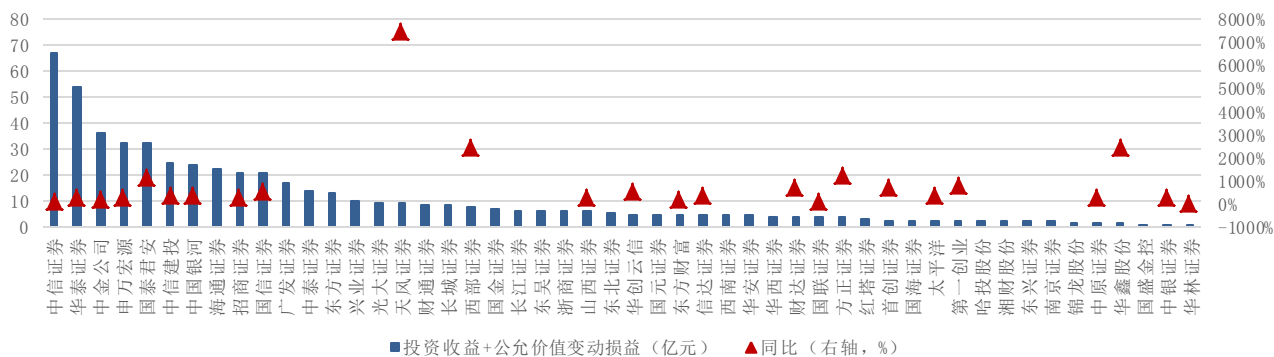
中长期来看，在提升直接融资占比的政策主基调下，我国资本市场将更好的发挥便捷融资功能，支持实体经济通过直接融资募集资金，为我国经济的高质量发展新格局充分发挥资本市场的媒介功能。随着政策的持续支持推动，国内企业上市热情高涨，证券公司投行项目储备充足。据 iFinD 数据，截至 2023 年 7 月 11 日，年内已有 131 家公司经上市委审核通过但暂未发行。

从中长期角度，全面注册制打开券商投行业务增长空间，并有望带动行业景气度不断上行。作为注册制下资本市场的“守门人”和改革的主要参与者，全面注册制落地将持续为服务实体经济、支持企业直接融资拓宽新渠道，打开了证券公司投行业务增量空间；同时，资本市场改革的加快推进将与证券行业自身发展产生共振，进而带动行业景气度不断上行。同时，从行业内部竞争角度看，注册制下新股的定价权更多的交给市场，这对当前主承销商的发行定价、承销能力提出了更高要求，头部券商在询价、定价能力、客户资源等方面均具备较大优势，过会率、过会时间、募资规模和业内口碑形成正循环，推动优质项目向行业头部集中，有望持续提升行业龙头业绩增长的稳定性和确定性。

5. 大自营：市场波动加剧，资产结构、投资能力和风控能力的重要性凸显

当前，券商自营业务收入仍主要取决于股债市场的表现。2023 年一季度权益市场行情转暖，证券公司把握阶段性行情机会，一季度自营业务贡献了较强的业绩弹性。2023 年一季度 50 家数据可比的上市券商合计实现投资收益+公允价值变动损益 547.47 亿元，去年同期为-9.50 亿元，同比扭亏。

图16：上市证券公司 2023Q1 自营收益（投资收益+公允价值变动损益）情况概览



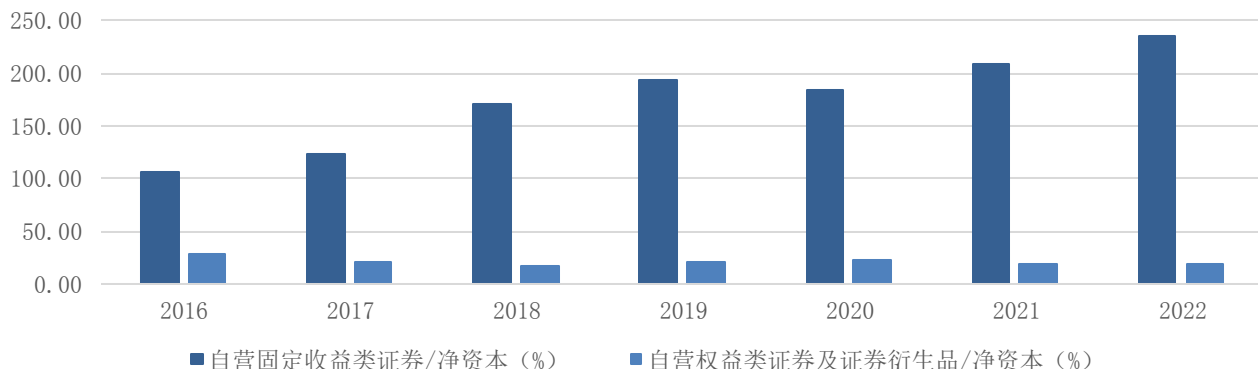
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

二季度起，市场剧烈波动给证券公司自营投资带来严峻考验。二季度权益市场波动加剧，券商自营业务资产配置难度增大。从近年业绩情况分析，中小券商自营投资收益受市场波动影响更大，而头部券商盈利确定性相对较强，这是由于头部券商资产配置更加均衡，同时深耕场外衍生品市场、拥有较多的风险对冲手段，一定程度上对冲了权益市场冲击。

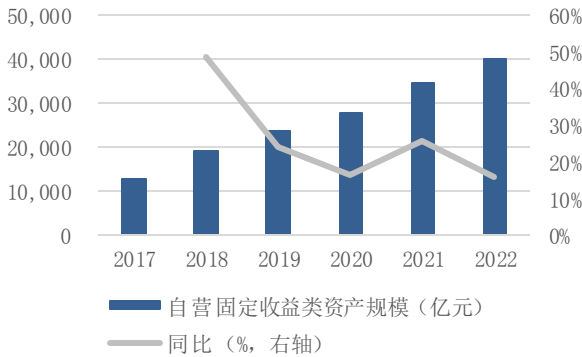
除主动配置的权益及固定收益资产外，直投业务是当前券商获取投资收益的重要来源。证券公司主要通过直投、创投及另类投资子公司进行股权投资、投行项目跟投及金融产品投资。在全面注册制下，企业的上市渠道更为通畅，股权投资的退出途径进一步拓宽，有利于投资收益的实现；且证券公司积极参与股权投资有望实现对企业不同生命周期的全流程覆盖，通过各部门协同合力挖掘客户价值。

行业自营资金投入规模持续高增。截至 2022 年年末，可比上市券商自营固定收益类证券/净资本比例达 234.92%，较上年末上升 25.43 个百分点；自营权益类证券及证券衍生品/净资本比例为 18.90%，较上年末下降 1.09 个百分点。自营固定收益类资产规模合计为 40276.70 亿元，同比增长 16%；自营权益类资产规模合计为 3966.36 亿元，同比增长 2.05%。长期来看，随着证券公司资本实力不断增强，重资本业务在经营结构中的占比保持上升趋势，证券公司自营业务的重要性凸显。

图17：2016-2022 上市证券公司自营资产配置情况

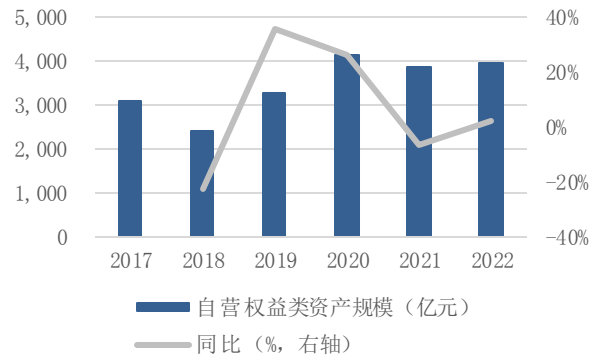


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：2017-2022 上市券商自营固定收益类资产规模情况


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

*除财通证券、首创证券、锦龙股份、华创云信、湘财股份、华鑫股份、哈投股份、国盛金控、东方财富外的上市券商合计

图19：2017-2022 上市券商自营权益类资产规模情况


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

*除财通证券、首创证券、锦龙股份、华创云信、湘财股份、华鑫股份、哈投股份、国盛金控、东方财富外的上市券商合计

在当前券商业务结构变化趋势下，自营收入的稳定性和持续增长性成为决定券商业绩的关键因素。我们认为，随着证券公司资本实力的不断增强，自营资金投入规模持续高增，已成为证券公司盈利能力提升和超越可比同行的关键突破口。但面对股债市场的剧烈波动，自营业务盲目扩量并不可取，自营收入的稳定性亦是业务能力优劣的重要考量。当前，自营资产配置更加均衡、配置能力强、风控体系相对健全，同时有能力深耕场外衍生品市场、拥有诸多风险对冲手段的头部券商业绩确定性更强，已具备一定的抗周期属性。

6. 投资建议：

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。而全面注册制推动下的投行业务“井喷”将成为证券行业中长期最具确定性的增长机会。

在当前时点看，2023 年资本市场大发展趋势已现，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。整体上看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外，证券 ETF 亦是重要的配置选择。

6.1 推荐标的：中信证券——投行业务成长性凸显，构筑增长“主引擎”

当前证券行业业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并加深，资源集聚效应更为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。作为行业的绝对龙头，中信证券不仅业务上无明显短板，综合实力业内突出，而且业务结构具有一定特色和异质化，抗周期属性初步显现。公司配股完成后，资本实力得到有效补充，业务结构有望持续优化，进一步提升盈利能力和综合竞争力，我们坚定看好公司的长期发展前景和构建“券业航母”的未来。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 256.85 亿元、326.48 亿元和 384.52 亿元，维持“推荐”评级。

表4：中信证券盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	765.24	651.09	779.55	966.60	1130.44
增长率(%)	40.71%	-14.92%	19.73%	23.99%	16.95%
归母净利润(亿元)	231.00	213.17	256.85	326.48	384.52
增长率(%)	55.01%	-7.72%	20.49%	27.11%	17.78%
净资产收益率(%)	12.07%	8.67%	9.84%	11.69%	12.74%
每股收益(元)	1.77	1.42	1.73	2.20	2.59
PE	11.99	12.99	10.78	8.48	7.20
PB	1.32	1.09	1.03	0.96	0.88

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

风险提示：财富管理转型不及预期风险，投行业务增长不及预期风险、宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

7. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：公募基金降费望一定程度改善基金发行及销售低迷现状	2023-07-10
行业深度报告	保险行业：基本面改善有望延续，板块估值修复将成为中期主题——保险行业 2023 年半年度策略报告	2023-07-07
行业深度报告	非银行金融行业跟踪：北交所与港交所签署合作谅解备忘录，互联互通望再进一步	2023-07-03
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：深化债券注册制改革指导意见出台，直接融资体系日臻完善	2023-06-27
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：成交量重回万亿，继续关注证券板块	2023-06-20
行业普通报告	证券行业：基金投顾业务转常规，券商财富管理再下一城——证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见点评	2023-06-13
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：政策层面或可有更多期待，继续关注证券板块	2023-06-12
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：市场交易显著回暖，建议关注证券板块	2023-06-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：板块已调整三周，当前时点更宜乐观	2023-05-29
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：成交额加速回落，建议继续关注低估值高股息保险标的	2023-05-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，七年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

高鑫

经济学硕士，2019 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526