

证券行业 2021 年报及 2022 一季报业绩综述

业绩分化加剧，估值处于低位

投资要点

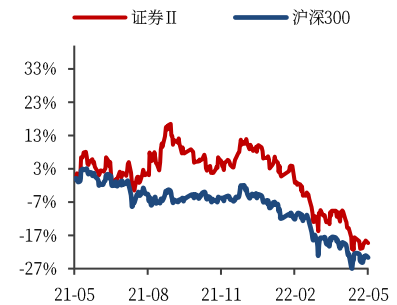
- ◆ **证券行业行情回顾：一季度证券指数下跌 19.22%，跑输主要指数。**2022 年一季度，海外地缘冲突不断，疫情多地散发，内部恢复不均衡，多重因素叠加导致股票市场持续下跌，上证综指下跌 10.65%、深证成指下跌 18.44%、沪深 300 指数下跌 14.53%，证券 II（申万）指数下跌 19.22%。当前行业 PB 估值低至 1.25 倍，位于近 10 年来 5.18% 的历史水平，处于绝对低位。
- ◆ **上市券商经营业绩跟踪：2021 年上市券商营业收入同比+23%，净利润同比+29%。**受市场下跌影响，一季度上市券商盈利能力整体下滑，营收同比下滑 29%、净利润同比下滑 46%。拆分各业务条线，上市券商 2022 一季度经纪、投行、资管、利息净收入、投资收入占比分别为 31.10%、14.34%、11.63%、13.80%、-2.18%；经纪、投行、资管、利息净收入、同比增速-5.06%、14.95%、-2%、-7.72%、投资收入由盈转亏。
- ◆ **一季度证券业务板块跟踪：**(1) 经纪业务：成交额、新增开户数下滑，新发基金遇冷。(2) 投行业务：IPO、债券承销规模增长，再融资规模下降。IPO 发行规模 CR3（中信、中金、中信建投）为 55.57%，CR5 为 70.79%，CR10 为 85.48%，CR20 为 94.49%。(3) 资管业务：资管规模触底，主动管理占比不断提升。2021 年末券商资管规模合计 82,351.8 亿元，同比-3.7%，较前三年年均 20% 的降幅，有所趋缓，代表主动管理的集合资管规模占比不断提高。2022 年一季度受到市场下行影响，主动管理的集合资管规模增速或将放缓，但结构优化、主动管理能力转型长期趋势不变。(4) 投资业务：受市场波动影响，方向性自营投资收入呈现回落。股市方面总体呈现下行。科创板跟投等方向性敞口加大当期波动，少数头部以非方向性投资有效抵御市场波动。(5) 信用业务：两融余额持续下滑，股票质押保持压降。2021 年上市券商共计计提减值损失 105 亿元，同比降低 68%，22Q1 上市券商合计减值转回 2 亿元，券商资产质量逐步夯实。
- ◆ **投资建议：业绩分化加剧，估值处于低位。**市场震荡向下，自营业务承压，导致大多数券商营收净利双降，包括招商证券、海通证券等大型券商。但东方财富、中信证券体现出了一定的逆周期性，东方财富得益于其独特的互联网券商轻资产业务模式，虽基金业务代销遇冷，但证券经纪、两融业务发力保持了公司业绩的正增长。中信证券则凭借出色衍生品业务在抗风险波动方面及结构性行情下的盈利能力更强，受市场调整的影响相对更小。当前证券 II（申万）指数 PB 为 1.25 倍，位于近 10 年来 5.18% 的历史水平，市场对券商一季度业绩承压的担忧已经释放，未来随着市场回暖，全面注册制的落地，券商板块将迎来戴维斯双击，当前点位已极具配置价值，建议关注行业龙头中信证券、互联网特色券商东方财富。
- ◆ **风险提示：**宏观经济大幅下行、资本市场改革不及预期、新冠疫情反复。

投资评级

强于大市

维持评级

行业表现



	1M	3M	12M
绝对收益	-10.3%	-18.5%	-20.5%
相对收益	-4.8%	-4.1%	2.1%

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

刘紫祥 分析师
 资格证书：S0380521060001
 联系邮箱：liuzx@wanhesec.com
 联系电话：(0755) 82830333-119

相关报告

正文目录

一、 行情回顾.....	3
二、 上市券商经营业绩跟踪	3
三、 一季度证券业务板块跟踪	6
(一) 经纪业务：成交额、新增开户数下滑，新发基金遇冷.....	6
(二) 投行业务：IPO、债券承销规模增长，再融资规模下降	8
(三) 资管业务：资管规模触底，主动管理占比不断提升.....	9
(四) 投资业务：受市场波动影响，方向性自营投资收入呈现回落	10
(五) 信用业务：两融余额持续下滑，股票质押保持压降.....	11
四、 投资策略.....	12
五、 风险提示.....	12

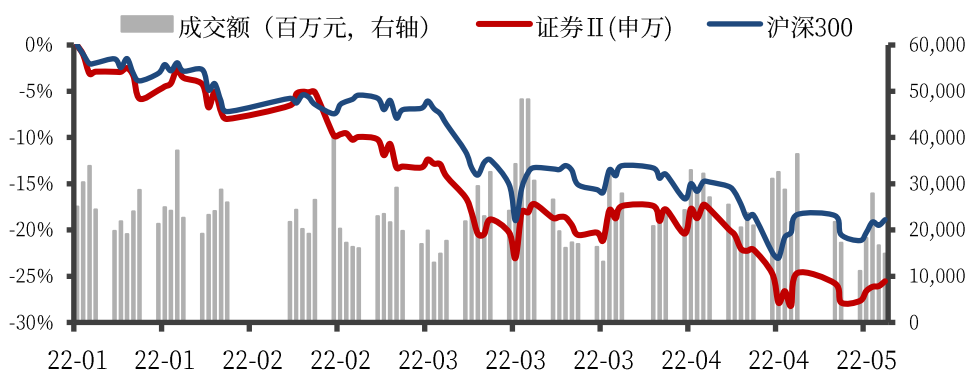
图表目录

图 1 证券 II (申万) 指数跑输沪深 300	3
图 2 当前行业 PB 估值处于绝对低位.....	3
图 3 上市券商营业收入及同比增速 (亿元, %)	5
图 4 上市券商净利润及同比增速 (亿元, %)	5
图 5 日均股基成交额及环比增速 (亿元, %)	7
图 6 新增投资者情况及环比增速 (万人, %)	7
图 7 股票+混合基金规模及非货基金规模 (亿元, %)	7
图 8 新成立基金平均发行份额及环比增速 (% , 右轴)	7
图 9 2022Q141 家综合类上市券商经纪业务收入及同比增速 (亿元, %)	7
图 10 月度 IPO 发行规模及月再融资规模 (亿元)	8
图 11 家均 IPO 规模 (亿元)	8
图 12 债券承销规模及环比增速(亿元, %)	8
图 13 2022Q141 家综合类上市券商投行业务收入及同比增速 (亿元, %)	9
图 14 规模触底反弹，主动管理占比持续提升 (亿元, %)	9
图 15 券商资管产品发行情况 (支, 亿份)	9
图 16 2022Q141 家综合类上市券商资管业务收入及同比增速(亿元, %)	10
图 17 中债全价指数与中债综合指数月涨跌幅 (%)	10
图 18 十年国债到期收益率(%).....	10
图 19 2022Q141 家综合类上市券商投资业务收入 (亿元)	11
图 20 两融余额及环比增速 (亿元, %)	11
图 21 市场质押股数及占总股本比重 (亿股, %)	11
图 22 2022Q141 家综合类上市券商净利息收入(亿元)	12
表 1 综合类上市券商 2021 业绩 (剔除金控公司和东方财富)	4
表 2 综合类上市券商 2022 一季度业绩 (剔除金控公司和东方财富, 截至 2022 年 5 月 12 日)	5

一、行情回顾

一季度证券 II（申万）指数下跌 19.22%，跑输主要指数。2022 年一季度，海外地缘冲突不断，疫情多地散发，内部恢复不均衡，多重因素叠加导致股票市场持续下跌。1-3 月上证综指下跌 10.65%、深证成指下跌 18.44%、沪深 300 指数下跌 14.53%、证券 II（申万）指数下跌 19.22%。

图 1 证券 II（申万）指数跑输沪深 300



资料来源：Wind，万和证券研究所

行业 PB 估值低至 1.25 倍，处于绝对低位。经历过前期的调整，当前证券 II（申万）指数 PB 为 1.25 倍，位于近 10 年来 5.18% 的历史水平，估值处于绝对低位。

图 2 当前行业 PB 估值处于绝对低位



资料来源：Wind，万和证券研究所

二、上市券商经营业绩跟踪

2021 年上市券商营业收入同比+23%，净利润同比+29%。上市券商业绩增速高于行业平均，大券商杠杆和 ROE 均有较大提升。2021 年 41 家综合类上市券商合计实现营业收入 6,356.28 亿元，同比+22%，实现归母净利润 1,898.04 亿元，同比+29%，其中 37 家券商营收净利同比正增长。41 家上市券商 2021 年平均 ROE 为 8.29%，较 2020 年小幅提升 0.68 个百分点。2021

年 ROE 提升主要是由于：1) 受益于市场环境良好，轻资产类业务如经纪、代销等大幅增长；2) 券商杠杆有所提升，杠杆率由 2020 年的 3.41 倍提升至 3.67 倍，Top10 券商杠杆率由 2020 年的 4.43 倍提升至 4.68 倍。

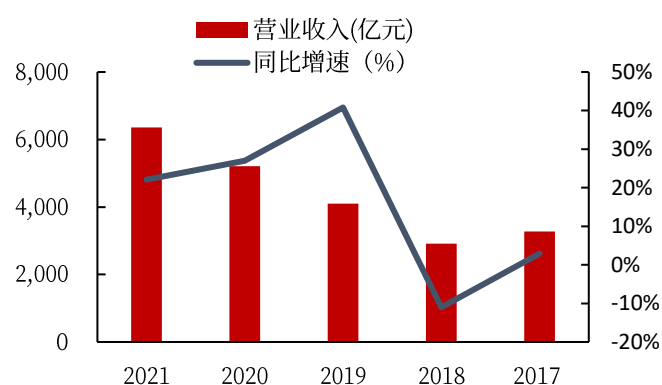
表 1 综合类上市券商 2021 业绩（剔除金控公司和东方财富）

简称	营业收入(亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	年化加权 ROE (%)
中信证券	765.24	40.71%	231.00	55.01%	12.07%
海通证券	432.05	13.04%	128.27	17.94%	8.09%
国泰君安	428.17	21.64%	150.13	34.99%	11.05%
华泰证券	379.05	20.55%	133.46	23.32%	9.84%
中国银河	359.84	51.52%	104.30	43.99%	12.29%
申万宏源	343.07	16.66%	93.98	21.02%	10.26%
广发证券	342.50	17.48%	108.54	8.13%	10.67%
中金公司	301.31	27.35%	107.78	49.54%	14.64%
中信建投	298.72	27.93%	102.39	7.67%	15.80%
招商证券	294.29	21.22%	116.45	22.69%	11.52%
东方证券	243.70	5.34%	53.71	97.26%	9.02%
国信证券	238.18	26.80%	101.15	52.89%	12.71%
兴业证券	189.72	7.92%	47.43	18.48%	12.04%
光大证券	167.07	5.30%	34.84	49.28%	6.43%
浙商证券	164.18	54.36%	21.96	34.94%	9.90%
中泰证券	131.50	27.02%	32.00	26.72%	9.25%
东吴证券	92.45	25.68%	23.92	40.10%	8.42%
长江证券	86.23	10.78%	24.10	15.54%	8.34%
方正证券	86.21	14.31%	18.22	66.19%	4.50%
长城证券	77.57	12.93%	17.66	17.58%	9.38%
东北证券	74.78	13.14%	16.24	21.80%	9.37%
国金证券	71.27	17.55%	23.17	24.41%	9.90%
西部证券	67.51	30.22%	14.10	26.23%	5.31%
红塔证券	67.34	20.57%	15.76	11.54%	9.03%
财通证券	64.08	-1.84%	25.66	11.98%	10.68%
国元证券	61.10	34.91%	19.09	39.35%	6.03%
东兴证券	53.76	-5.48%	16.52	7.31%	7.37%
国海证券	51.70	15.36%	7.65	5.41%	4.16%
华西证券	51.22	9.38%	16.32	-14.11%	7.47%
中原证券	44.21	42.46%	5.13	392.04%	3.78%
天风证券	44.06	1.06%	5.86	28.91%	2.56%
山西证券	39.94	19.51%	8.04	7.02%	4.72%
华安证券	34.83	3.78%	14.24	12.32%	8.39%
中银证券	33.34	2.75%	9.62	8.88%	6.26%
第一创业	32.55	4.32%	7.45	-8.29%	5.26%
西南证券	30.96	-2.32%	10.38	-4.89%	4.11%
国联证券	29.67	58.11%	8.89	51.16%	7.27%

南京证券	27.42	15.91%	9.77	20.71%	6.06%
财达证券	25.24	23.15%	6.80	27.93%	6.58%
太平洋	16.30	39.16%	1.21	转盈	1.26%
华林证券	13.95	-6.34%	4.84	-40.46%	7.93%

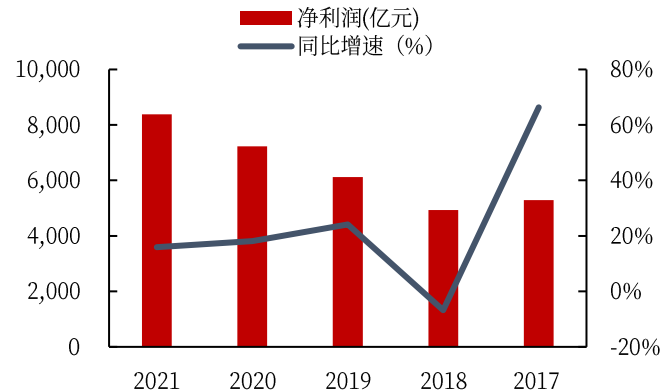
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图3 上市券商营业收入及同比增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图4 上市券商净利润及同比增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

受市场下跌影响, 2022年一季度上市券商盈利能力整体下滑, 营收同比下滑29%、净利润同比下滑46%。根据41家综合类上市券商(剔除金控公司和东方财富)公布的一季报, 2022年一季度41家券商合计实现营业收入为962.68亿元, 同比-29.88%, 其中4家券商实现同比增长, 分别为太平洋(+94.04%)、第一创业(+46.16%)、国联证券(+35.15%)、中信建投(+31.83%); 实现归母净利润229.21亿元, 环比-45.99%, 仅4家券商实现同比增长, 分别为第一创业(+421.77%)、太平洋(+97.73%)、国联证券(+20.05%)、中信证券(+1.24%)。41家券商年化加权平均ROE为2.4%, 较同期下降4.94个百分点。

分业务来看, 投行业务实现增长, 投资业务转型重要性凸显。上市券商一季度业绩下滑主要原因为传统股票自营承压, 拆分各业务条线, 上市券商2022年一季度经纪、投行、资管、利息净收入、投资收入(投资净收益+公允价值净收益-对联营企业和合营企业的投资收入)占比分别为31.10%、14.34%、11.63%、13.80%、-2.18%; 经纪、投行、资管、利息净收入、同比增速-5.06%、14.95%、-2%、-7.72%、投资收入由盈转亏。

表2 综合类上市券商2022一季度业绩(剔除金控公司和东方财富, 截至2022年5月12日)

代码	简称	2022Q1 营业收入 (亿元)	同比 (%)	2022Q1 净利润 (亿元)	同比 (%)	年化加权 ROE (%)	PE (TTM, 倍)	PB (LF, 倍)	净资产 (亿元)
600030.SH	中信证券	152.16	-7.20%	52.29	1.24%	9.04%	12.24	1.23	2,443.20
601211.SH	国泰君安	81.50	-25.53%	25.19	-42.90%	7.00%	9.63	0.91	1,492.58
601688.SH	华泰证券	72.44	-17.57%	22.14	-33.08%	5.64%	9.68	0.84	1,532.39
601995.SH	中金公司	50.71	-14.53%	16.60	-11.49%	8.04%	16.80	2.30	896.72
601881.SH	中国银河	73.37	-3.20%	15.55	-21.65%	6.56%	9.03	1.06	1,014.77
601066.SH	中信建投	63.32	31.83%	15.42	-10.46%	8.40%	16.88	2.57	855.09
600837.SH	海通证券	41.31	-63.09%	15.00	-58.53%	3.68%	10.88	0.71	1,641.14
600999.SH	招商证券	36.96	-38.01%	14.90	-42.99%	5.44%	10.60	1.13	1,089.10
000776.SZ	广发证券	47.74	-42.63%	13.03	-48.74%	4.88%	12.42	1.12	1,075.99

000166.SZ	申万宏源	48.30	-44.16%	10.71	-55.95%	4.48%	12.40	1.04	960.97
002736.SZ	国信证券	29.76	-30.00%	7.67	-54.45%	2.80%	9.62	1.14	977.04
601788.SH	光大证券	21.81	-34.45%	6.66	-4.39%	4.44%	15.06	0.97	630.43
601901.SH	方正证券	16.68	-18.60%	4.77	-46.31%	4.60%	35.48	1.20	418.19
601878.SH	浙商证券	31.33	-3.92%	3.23	-23.19%	5.40%	16.78	1.46	241.57
601696.SH	中银证券	7.00	-3.63%	2.40	-8.15%	6.08%	37.14	2.19	159.43
600958.SH	东方证券	31.26	-39.80%	2.28	-80.60%	1.16%	17.87	1.31	651.93
600918.SH	中泰证券	18.52	-24.38%	2.20	-66.99%	2.48%	18.07	1.40	356.32
601456.SH	国联证券	6.36	35.15%	1.89	20.05%	4.56%	30.22	1.67	166.14
601108.SH	财通证券	6.51	-51.08%	1.57	-64.83%	2.48%	14.50	1.03	253.66
601377.SH	兴业证券	16.88	-69.34%	1.56	-86.93%	1.52%	11.25	1.01	412.86
002945.SZ	华林证券	3.29	-9.09%	1.48	-19.43%	9.36%	82.58	5.78	63.98
601990.SH	南京证券	3.93	-20.12%	1.25	-29.14%	3.04%	30.34	1.69	165.72
600109.SH	国金证券	9.12	-39.72%	1.24	-73.89%	2.04%	12.65	1.01	245.43
601555.SH	东吴证券	13.38	-22.88%	1.14	-73.17%	1.24%	15.40	0.86	372.64
600909.SH	华安证券	5.23	-15.09%	1.06	-40.10%	2.16%	14.62	1.03	195.72
600906.SH	财达证券	3.50	-29.92%	0.77	-63.34%	2.76%	43.75	2.13	112.36
002797.SZ	第一创业	5.32	46.16%	0.72	421.77%	2.00%	28.61	1.59	144.84
002500.SZ	山西证券	4.74	-9.12%	0.65	-51.80%	1.52%	24.81	1.05	172.97
000750.SZ	国海证券	6.63	-37.98%	0.52	-69.98%	1.12%	27.95	0.97	186.03
000783.SZ	长江证券	8.43	-57.10%	0.47	-93.32%	0.64%	17.33	1.02	308.76
601198.SH	东兴证券	7.08	-20.09%	0.30	-87.97%	0.44%	18.06	0.97	266.25
601375.SH	中原证券	3.88	-63.90%	0.18	-84.76%	0.52%	43.53	1.31	136.95
601099.SH	太平洋	2.47	94.04%	0.09	97.73%	0.40%	142.41	1.85	97.14
002673.SZ	西部证券	9.98	-20.43%	转亏	-106.45%	-0.24%	24.13	1.01	270.87
002939.SZ	长城证券	6.24	-56.00%	转亏	-125.73%	-1.60%	17.70	1.26	194.99
601162.SH	天风证券	3.65	-46.00%	转亏	-194.76%	-1.36%	61.88	1.03	248.33
000728.SZ	国元证券	5.83	-36.71%	转亏	-135.96%	-1.48%	17.36	0.79	319.45
600369.SH	西南证券	0.39	-94.81%	转亏	-152.12%	-2.04%	36.26	0.96	251.79
002926.SZ	华西证券	4.39	-54.03%	转亏	-152.96%	-3.04%	15.96	0.82	221.01
000686.SZ	东北证券	7.99	-38.38%	转亏	-176.56%	-5.80%	14.43	0.83	177.86
601236.SH	红塔证券	-6.73	-140.63%	转亏	-407.07%	-12.56%	59.58	1.65	225.62
合计		962.68	-28.88%	229.21	-45.99%	2.40%			

资料来源：Wind, 万和证券研究所

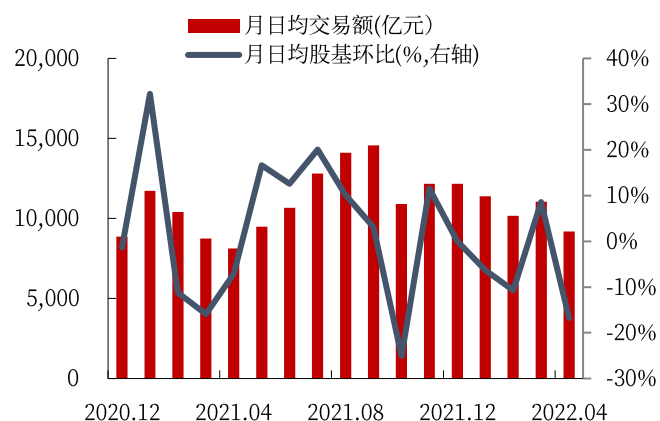
三、一季度证券业务板块跟踪

(一) 经纪业务：成交额、新增开户数下滑，新发基金遇冷

2022 年一季度 A 股日均股票成交额为 10,086 亿元，同比+6.5%；1-4 月日均股票成交额为 9,773 亿元，同比+9.0%。2022 年 1-4 月每月日均股票成交额分别为 10,560、9,412、10,164、8,819 亿元，随市场环境整体下行。截止 2022 年 3 月末，2022 年平均每月新增投资者 168 万人，较 2021Q1 平均每月新增投资者 206 万人下降 18%。

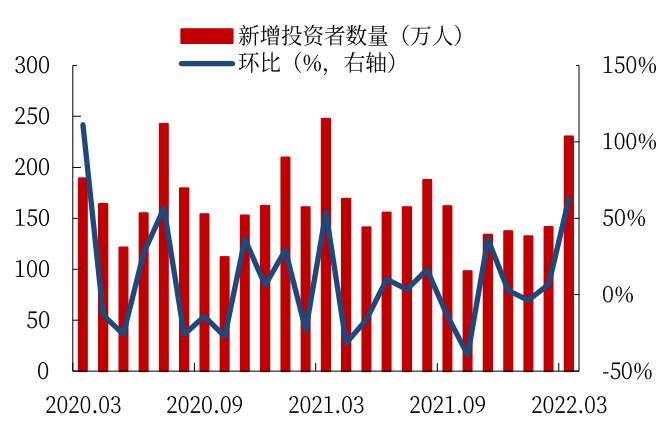
截至 2022 年 4 月底，股票+混合公募规模约 7.4 万亿，同比+0.3%，较年初降 14.5%，非货公募规模约 15.1 万亿，同比+16.6%，较年初降 6.4%；新发基金遇冷，1-3 月新发基金份额平均为 1997.42 亿份，同比-80.89%，4 月新发基金份额 566.45 亿份，环比-12.89%

图5 日均股基成交额及环比增速(亿元, %)



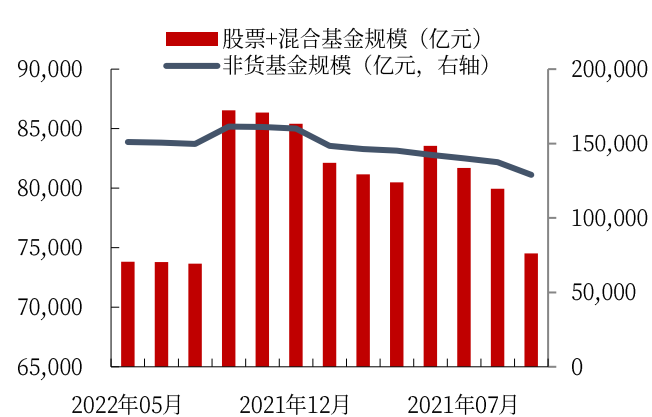
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图6 新增投资者情况及环比增速(万人, %)



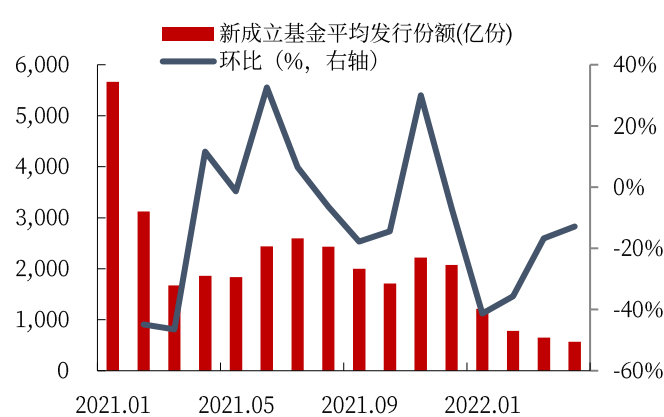
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图7 股票+混合基金规模及非货基金规模(亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

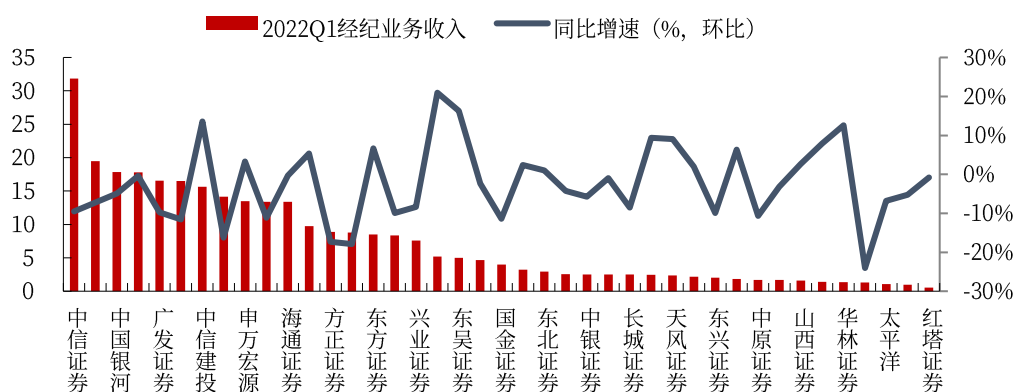
图8 新成立基金平均发行份额及环比增速(% , 右轴)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

41家上市券商2022Q1实现经纪业务收入299.40亿元，同比-5.1%。2022Q1，41家券商中仅有14家经纪业务收入增速为正，部分中小券商逆势增长，如浙商证券、东吴证券、华林证券，分别增长21.0%、16.3%、12.6%。

图9 2022Q1 141家综合类上市券商经纪业务收入及同比增速(亿元, %)

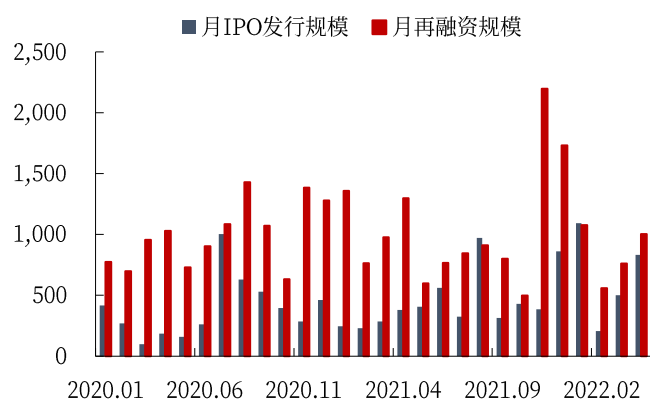


资料来源: Wind, 万和证券研究所

（二）投行业务：IPO、债券承销规模增长，再融资规模下降

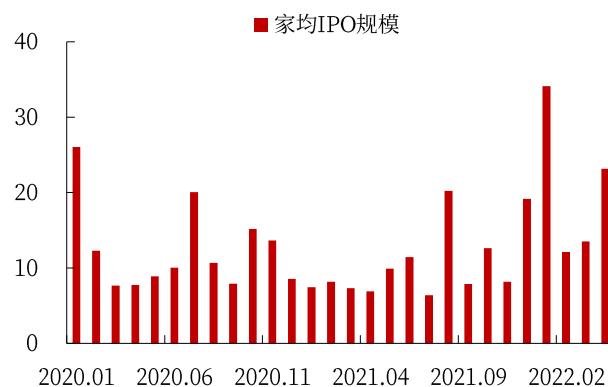
2022 年一季度 IPO 共发行 32 家，融资规模为 1,327 亿元，同比+61.5%。平均每家募资规模 35 亿元，较 2021 年同期平均募资规模的 7 亿元提升 397%，主要是受到中国移动、百济神州等大型项目的推动；再融资规模为 2,399 亿元，同比-22.6%。2022 年 4 月 IPO 融资规模为 669 亿元达 2022 年月度新高，截至 5 月 6 日 IPO 发行规模 CR3(中信、中金、中信建投)为 55.57%，CR5 为 70.79%，CR10 为 85.48%，CR20 为 94.49%。

图 10 月度 IPO 发行规模及月再融资规模（亿元）



资料来源：Wind, 万和证券研究所

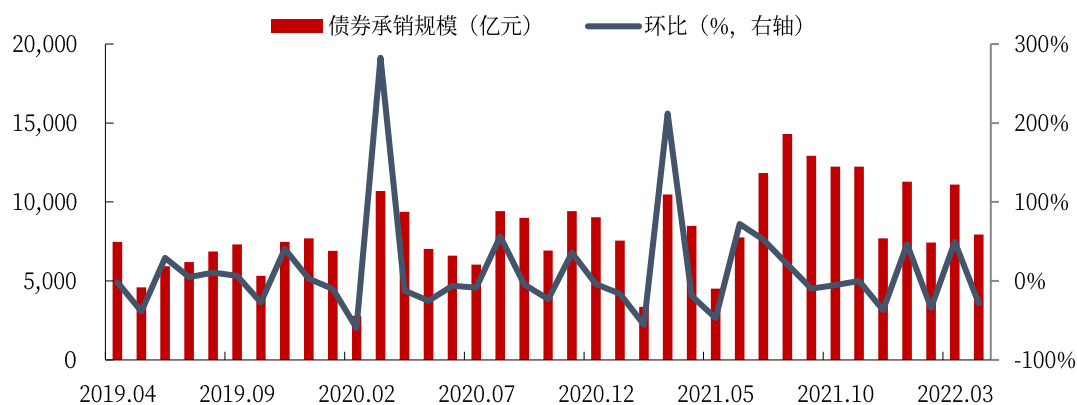
图 11 家均 IPO 规模（亿元）



资料来源：Wind, 万和证券研究所

2022Q1 债券发行规模为 2.42 万亿元，同比上升 7.8%。其中地方政府债、金融债、企业债、公司债、ABS 规模分别为 5,432.24、6,012.01、974.97、7,478.13、2,302.49 亿元，同比增幅分别为 146.5%、28.4%、9.0%、-11.5%、-50.6%。

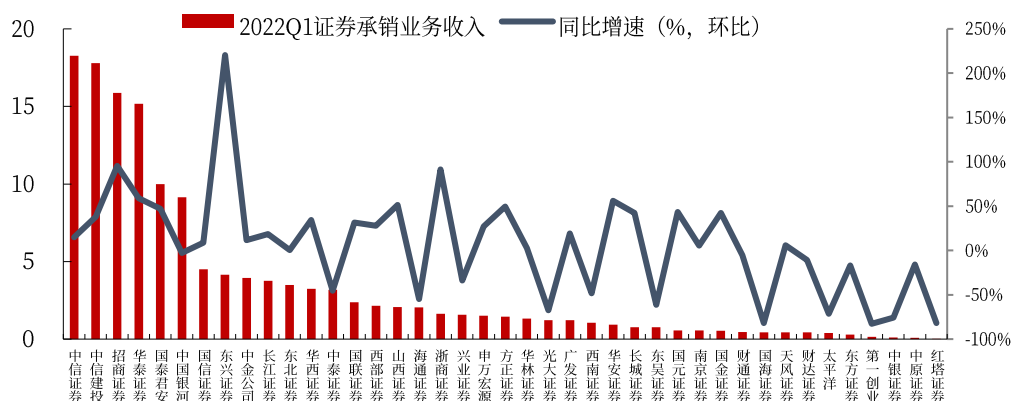
图 12 债券承销规模及环比增速(亿元, %)



资料来源：Wind, 万和证券研究所

41 家上市券商 2022Q1 合计实现投行业务净收入 139.04 亿元，同比+15.0%。头部券商均保持较高增速，增速排名分别为中信建投、中金公司、国泰君安、海通证券，分别为 95.4%、58.8%、47.1%、38.0%。

图 13 2022Q1 141 家综合类上市券商投行业务收入及同比增速（亿元，%）

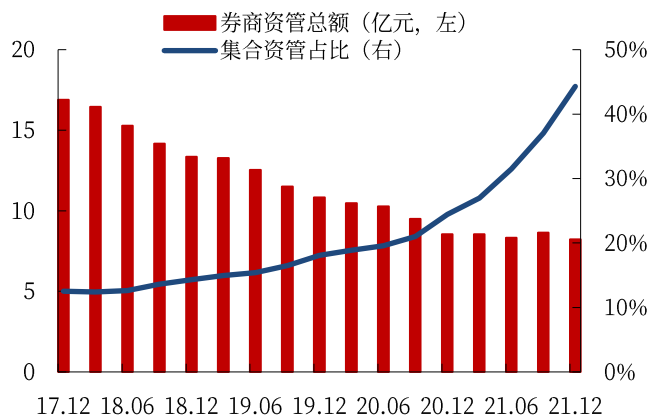


资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）资管业务：资管规模触底，主动管理占比不断提升

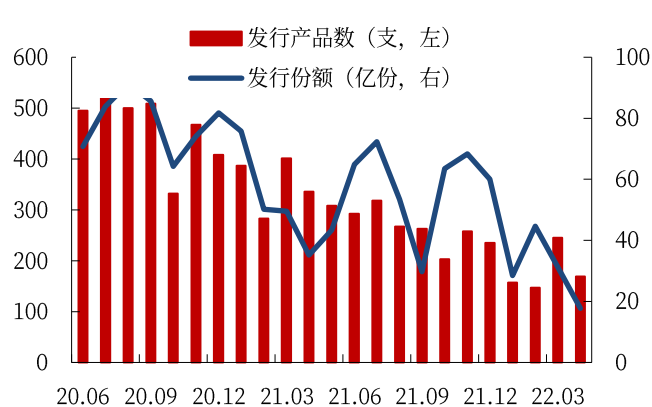
根据中国基金业协会披露的数据，2021 年末券商资管规模合计 82,351.8 亿元，同比-3.7%，较前三年年均 20% 的降幅，有所趋缓，代表主动管理的集合资管规模占比不断提高。2022 年一季度受到市场下行影响，主动管理的集合资管规模增速或将放缓，但结构优化、主动管理能力转型长期趋势不变。

图 14 规模触底反弹，主动管理占比持续提升（亿元，%）



资料来源：中国基金业协会，万和证券研究所

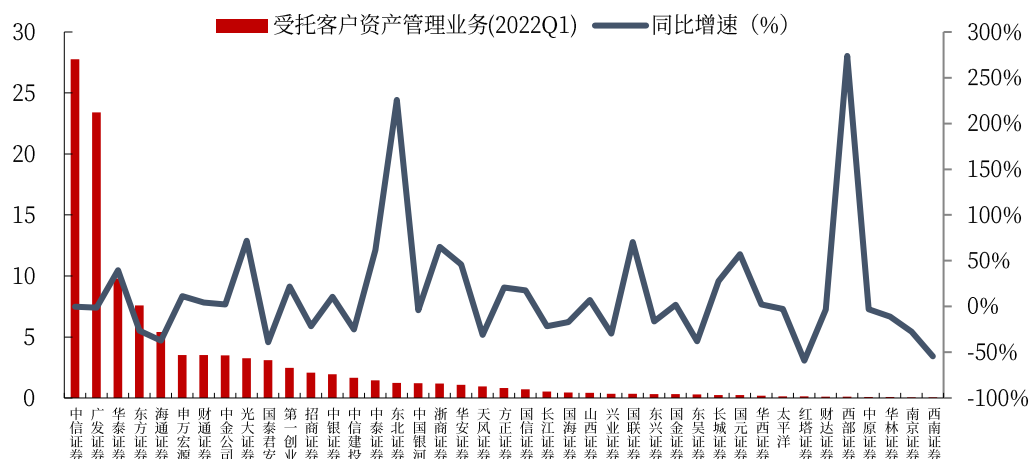
图 15 券商资管产品发行情况（支，亿份）



资料来源：Wind，万和证券研究所

41 家上市 2022Q1 合计实现券商资管业务收入 111.98 亿元，同比-2.3%，头部券商优势稳固，中信证券、广发证券分别实现资管业务收入 27.76、23.40 亿元，同比基本持平表现稳健。

图 16 2022Q1 141 家综合类上市券商资管业务收入及同比增速(亿元, %)



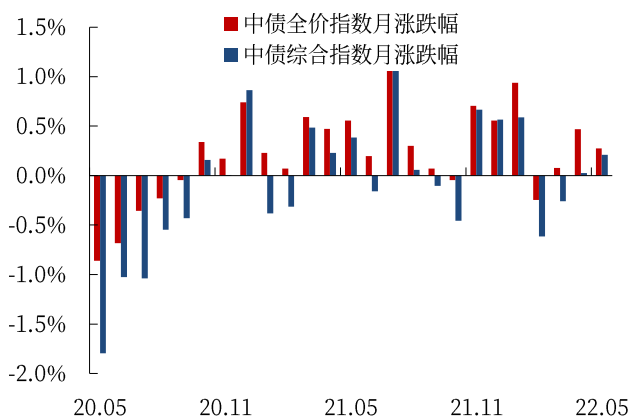
资料来源: Wind, 万和证券研究所

（四）投资业务：受市场波动影响，方向性自营投资收入呈现回落

2022 年以来在俄乌冲突、国内疫情反复、海外加息预期等因素之下，国内股市风险偏好下降，市场结构分化加剧。股市方面总体呈现下行。2022 年 1-4 月 A 股上证综指、沪深 300、创业板指涨跌幅分别-16.2%、-18.70%、-30.20%；债市方面，市场收益率仍处于低位，2022Q1 中债总全价指数收益率-0.26%，中债综合全价指数+0.28%。

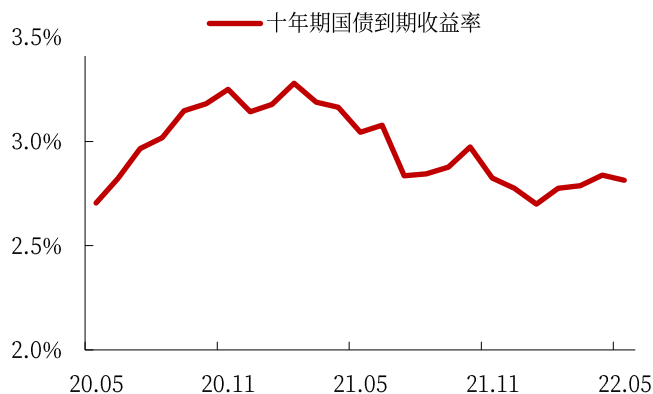
41 家上市券商 2022Q1 合计实现投资业务收入（自营业务收入+公允价值变动损益=投资收益-对联营企业合营企业的投资收益）为-21.03 亿元，同比由盈转亏，其中 22 家券商出现亏。科创板跟投等方向性敞口加大当期波动，少数头部券商以非方向性投资有效抵御市场波动。

图 17 中债全价指数与中债综合指数月涨跌幅 (%)



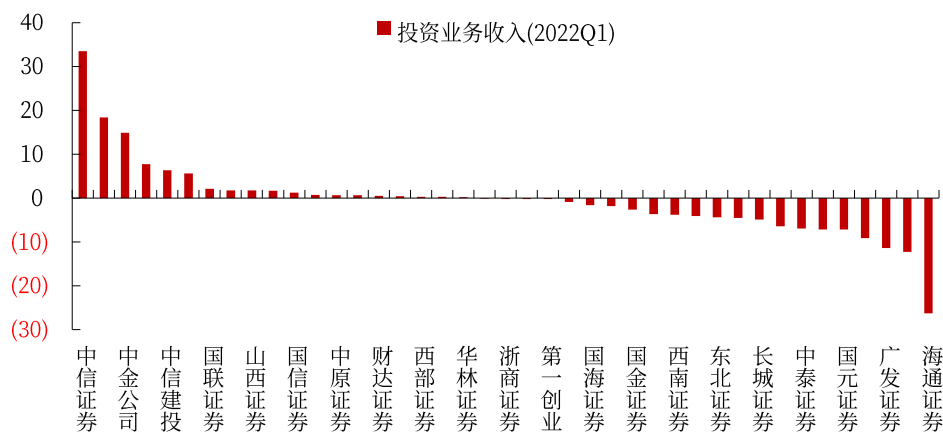
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 18 十年国债到期收益率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 19 2022Q1 141 家综合类上市券商投资业务收入 (亿元)

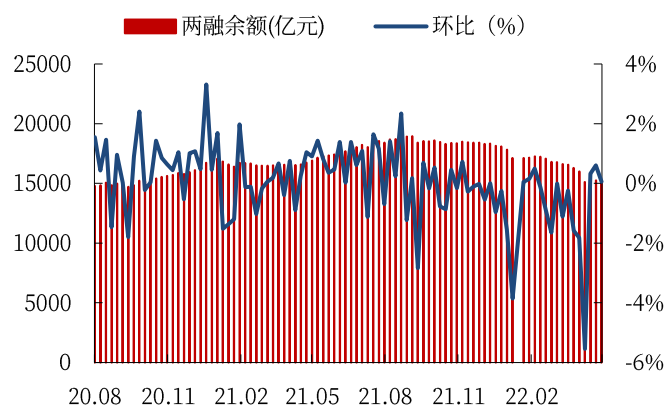


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(五) 信用业务：两融余额持续下滑，股票质押保持压降

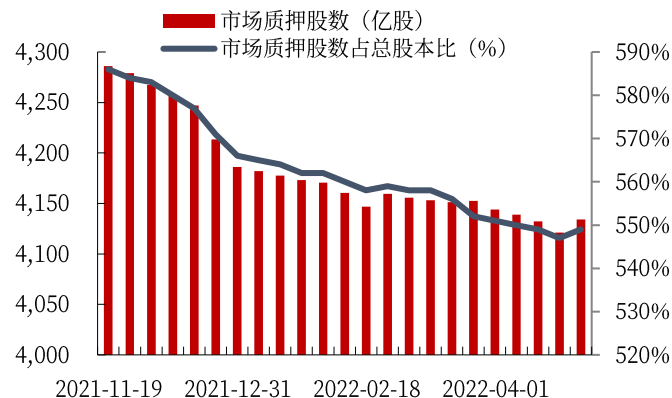
2022 年 4 月底两融余额持续下降至 1.51 万亿元，环比-9.6%，同比-8.6%，其中融券余额 783 亿元，融资余额 1,4338 亿元；截至 4 月底，A 股股票质押股数为 4,134 亿股，占总股本比例 5.49%；质押市值为 31,546 亿元，较年初下降 24.51%。

图 20 两融余额及环比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

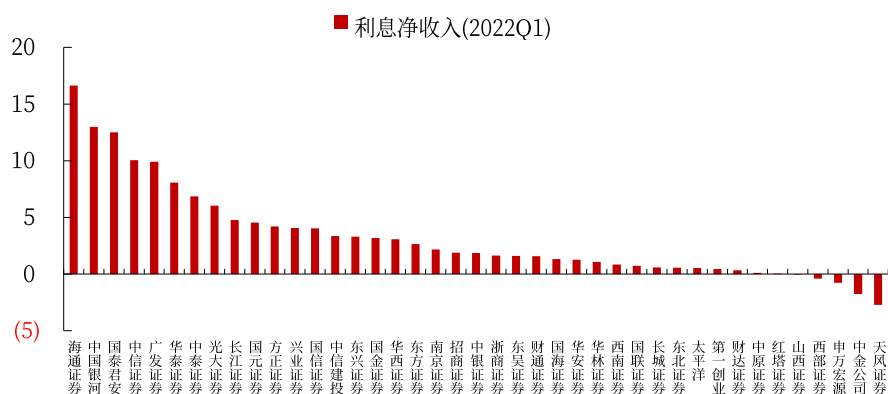
图 21 市场质押股数及占总股本比重 (亿股, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

41 家上市券商 2022Q1 合计实现利息净收入 132.81 亿元，同比-7.7%；融出资金余额合计 13,421.20 亿元，同比增长 1.8%；信用减值损失计提方面，计提力度渐弱。2021 年上市券商共计提减值损失 105 亿元，同比降低 68%，22Q1 上市券商合计减值转回 2 亿元，券商资产质量逐步夯实。

图 22 2022Q141 家综合类上市券商净利息收入(亿元)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

四、投资策略

业绩分化加剧，估值处于低位。市场震荡向下，自营业务承压，导致大多数券商营收净利双降，包括招商证券、海通证券等大型券商。但东方财富、中信证券体现出了一定的逆周期性，东方财富得益于其独特的互联网券商轻资产业务模式，虽基金业务代销遇冷，但证券经纪、两融业务发力保持了公司业绩的正增长。中信证券则凭借出色衍生品业务在抗风险波动方面及结构性行情下的盈利能力更强，受市场调整的影响相对更小。当前证券 II（申万）指数 PB 为 1.25 倍，位于近 10 年来 5.18% 的历史水平，市场对券商一季度业绩承压的担忧已经释放，未来随着市场回暖，全面注册制的落地，券商板块将迎来戴维斯双击，当前点位已极具配置价值，建议关注行业龙头中信证券、互联网特色券商东方财富。

五、风险提示

宏观经济大幅下行、资本市场改革不及预期、新冠疫情反复。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作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。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>